

JULIO CESAR FERREIRA COSTA

**FATORES RELACIONADOS AOS PROCESSOS DE
FUSÃO, AQUISIÇÃO OU INCORPORAÇÃO DE
EMPRESAS**

Monografia apresentada à Universidade Federal do Paraná, como etapa conclusiva para obtenção do Certificado em *Master in Business Administration* - MBA Finanças Corporativas.

Orientador: Michel Sarraff

CURITIBA

2004

“A melhor maneira de prever o futuro é
criá-lo”.
Peter Drucker.

RESUMO

O presente estudo faz uma breve abordagem sobre as particularidades inerentes às fusões, aquisições ou incorporações de empresas, procurando delinear e clarificar, ainda que sem sofisticação, os principais elementos envolvidos, as etapas, os desdobramentos, enfim, o processo como um meio de se alcançar o objetivo final representado por qualquer uma das formas de combinações que se pretenda realizar.

Trata-se de tema contemporâneo e bastante interessante, haja vista a dinamicidade do mercado atual, onde o fenômeno da globalização impõe constantes reestruturações das organizações para que possam alcançar de forma satisfatória quaisquer que sejam seus objetivos finais, desde a maximização de lucros até a garantia de sobrevivência.

Recentes pesquisas têm demonstrado, contudo, que essas modernas engenharias não são a panacéia que muitos profissionais da área costumam pregar, ao contrário, muitos são os exemplos de insucesso, seja por falhas no planejamento ou na implantação. Daí a necessidade de se trabalhar com afinho e rígidos critérios na elaboração de estratégias empresariais que contemplem programas de fusões e aquisições, obviamente, sem desprezar os maiores aliados de uma organização, que são as pessoas que por ela e com ela trabalham.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	6
1. NOÇÕES PRELIMINARES.....	8
1.1 CONCEITUAÇÃO.....	10
Fusão.....	10
Aquisição.....	13
Incorporação.....	16
2. PRINCIPAIS ASPECTOS ENVOLVIDOS EM PROGRAMAS DE FUSÃO, AQUISIÇÃO OU INCORPORAÇÃO DE EMPRESAS	18
2.1 PLANEJAMENTO DO ARRANJO.....	19
2.2 RAZÕES DE COMPRA E DEVENDA.....	22
2.3 ASPECTOS CONTÁBEIS.....	26
2.4 ASPECTOS JURÍDICOS	27
2.4.1 Protocolo de Intenções.....	30
2.4.2. Estrutura do Acordo.....	33
2.4.2.1 Características principais.....	33
2.4.2.2 Declaração de garantias.....	34
2.4.2.3 Cláusulas.....	35
2.4.2.4 Órgãos Reguladores.....	36
2.5 <i>DUE DILIGENCE</i>	39
3. AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS ENVOLVIDAS.....	42
3.1 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO.....	44
4. O LADO HUMANO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES.....	50
4.1. ASPECTOS A SEREM ABORDADOS.....	53
5. FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL E NO MUNDO.....	54
5.1 O BRASIL COMO MERCADO POTENCIAL.....	54
5.2 MEGAFUSÕES MUNDIAS E SUAS CAUSAS.....	62
6. DESEMPENHO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL NA DÉCADA DE 90.....	65
CONCLUSÃO	69
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	72

INTRODUÇÃO

O fenômeno da globalização tomou conta do cotidiano de pessoas e empresas em todo o mundo, influenciando no comportamento social, nas estruturas organizacionais, nos focos de venda no mercado; enfim, provocou uma diversidade de efeitos em todos os setores que se possa imaginar.

Se essa mudança foi para melhor ou para pior, ainda é cedo para se dizer com segurança. Por outro lado, não há dúvida quanto à irreversibilidade desse acontecimento. Não há como retroceder. Repita-se, seus efeitos são muitos e ainda outros irão aparecer.

Na esteira do processo de globalização recrudesceram os movimentos de fusões e aquisições de empresas no cenário mundial, inclusive o Brasil. Fatores como a necessidade de ganhos em escalas de produção; atuação em outras regiões geográficas; surgimento de novos produtos; e busca de sinergias financeiras e tecnológicas levaram grandes conglomerados empresariais a atuar em outros países que não os de origem, por meio de aquisições, parcerias e *joint ventures* com empresas.

Dentro deste contexto, esta monografia objetiva abordar as singularidades que norteiam as diversas formas de combinações empresariais, longe de pretender, logicamente, tratar por inteiro o tema. Melhor qualificá-lo como literatura introdutória dirigida àqueles interessados em ter uma visão geral sobre fusões e aquisições. Aliás, cabe salientar que nenhuma das obras pesquisadas versa sobre o assunto com profundidade suficiente para encorajar o leitor a ficar restrito ao seu conteúdo, sem dizer que são em número reduzido.

A pesquisa está estruturada em seis capítulos distintos, sendo que o primeiro deles refere-se às noções gerais do que vem a ser os processos em questão, definindo cada um deles com suas próprias características.

O capítulo seguinte traz informações sobre os mais importantes aspectos e preocupações que devem estar presentes quando do desenvolvimento de estratégias e programas de fusões e aquisições, tais como o planejamento do arranjo; as razões de compra e de venda que levam os empresários a alvejar ou serem alvejados por outras companhias; faz relevantes inserções nos assuntos jurídicos e fiscais que, pela complexidade, estão intimamente ligados ao sucesso da transação.

O terceiro capítulo procura trazer à luz o conceito e principais particularidades dos métodos de avaliação mais utilizados no mercado para determinar o valor do negócio que se pretende fechar. Cuida-se de assunto dos mais complexos, pois, não raramente, os elementos que embasam a mensuração são puramente subjetivos, enquanto se deseja alcançar resultados bem objetivos.

O quarto capítulo tem a finalidade de explorar um tema por demais sensível, que versa sobre o tratamento dispensado aos recursos humanos, ou seja, as pessoas que emprestam seus serviços e talentos às empresas transacionadas. Procura diagnosticar os principais problemas relacionados e oferece algumas dicas para melhor tratar o assunto.

O quinto e sexto capítulos mostram um panorama sobre as principais composições de empresas no Brasil e no Mundo, bem como o desempenho das empresas fundidas no Brasil na década de 90.

1 NOÇÕES PRELIMINARES

Fusões, aquisições e incorporações podem ser entendidas como sendo modernas ferramentas de gestão, desenvolvidas no âmbito estratégico das empresas, cuja finalidade precípua é a expansão econômica dos negócios, ou mais precisamente, a maximização do retorno dos investimentos, através do uso racional das sinergias propiciadas pelas combinações. São transações realizadas tanto internamente, quanto fora dos limites territoriais das empresas ou grupo econômicos.

ALMEIDA menciona que a incorporação é “um fenômeno do capitalismo moderno, consubstanciando, essencialmente, um processo gradativo e inexorável de absorção de pequenas e médias empresas por grupos econômicos ou multinacionais”¹.

Em que pese a afirmação do referido autor, vale reforçar que não há limitação para o exercício de fusões e aquisições, ou seja, são acontecimentos que não se resumem à absorção de pequenas empresas por grandes corporações. Com muita frequência os meios de comunicação noticiam que companhias robustas, com presença global têm feito movimentos de coalizão, com objetivos clarividentes de alcançar benefícios que isoladamente teriam menos chance de conquistar.

Existem muitos exemplos de fusões internacionais como a AOL/Time Warner, Daimler/Chrysler, Exxon/Mobil, Citicorp/Travelers etc, bem como o caso recente das cervejarias brasileiras Brahma e Antártica que se tornaram AMBEV, e logo depois AMBEV e INTERBREW que se tornaram INTERBEV que confirmam que a tendência de integração global é uma realidade cristalina, com todos os ingredientes de ser

irreversível. E o mais conturbador dos fatos é que invariavelmente as negociações e decisões acontecem no âmbito estratégico das empresas envolvidas, o que torna praticamente impossível fazer exercício de previsão de quem serão os *players* do dia seguinte.

Dentre outras singularidades, as fusões ou aquisições podem ser operacionais ou financeiras. As operacionais objetivam obter economias de escala, redução de custos, aumento de receitas, crescimento dos lucros ou maior participação no mercado, enquanto as transações com cunho financeiro intentam reestruturar a companhia adquirida, para melhorar o seu fluxo de caixa. Porquanto, a adquirente procura cortar substancialmente os custos e vender ativos que não agreguem valor².

A empresa de consultoria societária Bernhoeft, alerta sobre o alto crescimento do número de fusões e aquisições de empresas nacionais e estrangeiras no Brasil; tendo em vista que, se por um lado tem ocorrido, positivamente, a preocupação em conseguir sinergia dos seus quadros organizacionais, dando ênfase à integração das culturas e das pessoas que atuam dentro das empresas envolvidas, para que não se perca a produtividade nem a motivação das pessoas; por outro, carece de maiores cuidados a integração entre os grupos controladores destas operações – e este erro tem sido mais comum do que se imagina até mesmo entre profissionais especialistas na área³.

Entende-se, por sinergia de fusões, conforme explica GITMAN⁴, as

¹ ALMEIDA, Amador Paes de. **Manual das sociedades comerciais**: direito de empresa, *cit.*, 2003, p. 68.

² LEMES JÚNIOR et al. Rio de Janeiro. Campus. 2002, Administração Financeira, p. 655-656.

³ BERNHOEFT Consultoria societária. Esqueceram os sócios. Disponível em: <http://www.bernhoeft.com/bernhoeftcom/artforbes/f21_esque.htm>. Acesso em: 08 Jun.2004.

⁴ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7.ed. São Paulo: Harbra, 2002, p. 736.

Economias de escala resultantes da redução do custo indireto das empresas fundidas. Diz-se que efeitos sinérgicos estão presentes quando o todo é maior do que a soma das partes ("1 mais 1 são 3"). (...). A sinergia é mais óbvia quando as empresas se fundem com outras da mesma linha de negócios, já que muitos funcionários que exercem funções idênticas, ou equivalentes, podem, então, ser eliminados. Funções de assessoramento como compras e vendas são provavelmente as mais afetadas por esse tipo de combinação.

Vale ressaltar que, entre nós, diferente das normas internacionais, não há definições precisas e caracterizações no que tange às combinações de empresas. No Brasil, tal procedimento é atrelado à forma jurídica, sendo tratado na Lei n. 6.404/76.

1.1. CONCEITUAÇÃO

1.1.1 Fusão

De maneira geral e bastante simplista pode se admitir que fusão é o processo pelo qual duas ou mais empresas se unem, criando uma nova empresa, sendo que o que caracteriza esse tipo de procedimento é o fato de que as empresas fusionadas deixam juridicamente de existir. Na prática, devido à sua complexidade, a fusão tem pouca utilização, tendo em vista que dificilmente duas empresas terão valores tão semelhantes, para viabilizar a fusão⁵.

A Lei das Sociedades por Ações, em seu artigo 228, assim define fusão⁶: " A fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações".

⁵ NASI, Antonio Carlos. Incorporação, fusão, cisão, joint venture. O que é, quando fazer, quando não fazer. Breve análise de cada situação. Disponível em:

<<http://www.nardonnasi.com.br/artigos/Cisao.doc>>. Acesso em: 08 Jun.2004.

⁶ Muniz, Ian de Porto Alegre, (1996- pp 02)

O Novo Código Civil brasileiro, em seu art. 1.119 na mesma linha convencionou: “A fusão determina a extinção das sociedades que se unem, para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações”.

GITMAN explica que ocorre uma fusão, quando duas ou mais empresas são combinadas e a empresa resultante mantém a identidade de uma delas. Outra característica é de que os ativos e passivos da empresa menor são fundidos nos da empresa maior. Destaca, também, o autor:

A empresa que tenta adquirir outra empresa, em uma operação de fusão, é comumente chamada de “companhia adquirente”. A empresa que a companhia adquirente está procurando possuir em uma operação de fusão é a “companhia alvo”. Geralmente, a companhia adquirente identifica, avalia e negocia com a administração e/ou acionistas da companhia-alvo. Entretanto, às vezes a administração de uma companhia-alvo é que inicia sua aquisição procurando ser adquirida⁷.

ROSS, WESTERFIELD & JAFFE, explicam que fusão ou consolidação consiste na absorção de uma empresa por outra; e esclarecem que “a empresa que procede à absorção conserva seu nome e sua identidade, e adquire todos os ativos e passivos da empresa absorvida. Após uma fusão, a empresa absorvida deixa de existir como entidade separada”⁸.

Anotam os autores que uma consolidação se assemelha a uma fusão, exceto pelo fato de que se cria uma empresa inteiramente nova; numa consolidação, as

⁷ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**, *cit.*, 2002, p. 734.

⁸ ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira. Corporate finance*. Trad. Antônio Zoratto Sanvincente. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2002, p. 653.

duas empresas deixam de existir, em termos jurídicos, e passam a ser parte de uma nova empresa⁹.

Dentre os tipos de fusões existentes estão: a fusão, propriamente dita; a consolidação; a fusão horizontal e fusão vertical. Em sentido amplo, a fusão indica qualquer tipo de associação de duas empresas; mas num sentido mais restrito, a mesma se refere “ao acordo entre uma companhia adquirente e uma companhia adquirida (companhia-alvo) para juntar seus negócios”, onde a companhia adquirente assume o controle dos ativos e passivos da companhia-alvo e mantém seu nome e identidade¹⁰.

Já na consolidação, uma empresa nova se forma mediante a fusão de duas companhias; nasce uma companhia completamente nova quando termina a existência legal das duas, e essa nova companhia passa a fazer a emissão de novas ações. A fusão tende a ser menos complicada e apresenta menores custos, mas tanto esta quanto a consolidação produzem os mesmos resultados.

Com referência à fusão horizontal e a vertical, na primeira ocorre a fusão entre duas empresas do mesmo ramo de atuação; enquanto que na segunda, envolve a aquisição ou união de duas empresas em etapas completamente diversas de produção, onde geralmente ocorre conflito de interesse e dificuldade de reunir administradores para solucionar tais impasses¹¹.

GROPELLI & NIKBAKHT apontam características que envolvem a “fusão”, das quais citam-se algumas:

⁹ ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração financeira, *cit.*, 2002, p. 654.

¹⁰ *Ibid.*, p. 384.

¹¹ *Ibidem*, p. 384.

- ❑ Acordo no qual uma empresa permite, mediante o recebimento de uma taxa, que outra utilize sua tecnologia ou métodos;
- ❑ Fusão de duas empresas que produzem produtos e serviços similares;
- ❑ União de duas empresas, com o desaparecimento de ambas, enquanto unidades separadas. Uma nova companhia é formada e uma nova ação, emitida;
- ❑ Retornos resultantes da ampliação da produção, mantendo-se a quantidade de ativos, da capacidade instalada ou de investimentos;
- ❑ União de duas empresas, com uma delas mantendo sua identidade;
- ❑ Recompensa que os dirigentes da companhia-alvo concedem a si mesmos para assegurarem-se contra a perda de seus empregos devido à fusão¹².

GROPELLI & NIKBAKHT analisam os motivos pelos quais as companhias fazem fusões, e afirmam que:

Existem quase tantas razões pelas quais as companhias fazem fusões quanto há fusões. Algumas empresas as fazem porque acreditam que a fusão trará, para ambas as companhias, crescimento mais rápido e mais estável no lucro por ação. Frequentemente, esse crescimento pode ser obtido com menor custo e risco do que por esforço próprio. Se uma aquisição atraente, que possa propiciar novos produtos e nova capacidade estiver disponível, a fusão pode produzir rapidamente os resultados desejados¹³

1.1.2 Aquisição

C. LOPES menciona que, não havendo no Brasil definições a respeito das formas de combinações, como descritas nas normas internacionais, cabe à legislação societária tratar essas combinações com referência à forma jurídica, ainda que, na essência, as mesmas sejam praticadas¹⁴.

¹² GROPELLI, A. A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**. Tradução: Célio Knipel Moreira. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 383.

¹³ GROPELLI, A. A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**, cit., 2002, p. 385.

¹⁴ LOPES, Christianne Calado Vieira de Melo. Combinações de empresas pelo método de compra dos ativos: análise comparativa entre as normas do IASB e as do Brasil, 2003. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed_comemor/6_artigo_christianne_pg79_87.pdf> Acesso em: 19 Jun.2004.

De acordo com LEMES JÚNIOR et al., 2002¹⁵ " na aquisição não há extinção de ambas, sendo que uma pessoa jurídica permanece, e a outra, incorporada, passa a ser subordinada nos seus bens, direitos e obrigações à empresa adquirente, que poderá utilizar ou não o nome da adquirida, que terá a pessoa jurídica extinta".

Conforme GROPELLI & NIKBAKHT, a aquisição de uma empresa impõe a avaliação de importantes variáveis, tais como: o lucro por ação, o preço de mercado das ações, o valor contábil e riscos operacional e financeiro da companhia-alvo. Os autores salientam que:

O ideal é avaliar o risco associado à fusão de tal forma que uma taxa de retorno possa ser atribuída aos fluxos de caixa futuros desses retornos. Além disso, deve-se tentar prever a tendência futura dessas variáveis e seus efeitos sobre a companhia adquirente¹⁶.

A empresa que pretende adquirir determinada companhia-alvo, pode empenhar diversas técnicas para avaliar os méritos que justifiquem tal ato; a forma de pagamento pode ser em dinheiro, ou por meio de troca de ações ordinárias numa transação livre de impostor. Há também a forma mista de pagamento, onde algumas empresas adquirentes combinam uma das técnicas precedentes e alguma forma de incentivo financeiro, como a emissão de ações preferenciais ou debêntures conversíveis. Também pode ocorrer o fato de que a administração da companhia adquirida possa ser induzida a permanecer como está com o uso de ações¹⁷.

C. LOPES cita EPSTEIN & MIRZA que, de modo bastante simples, explicam como deve se registrar o valor da aquisição, para que a mesma seja contabilizada adequadamente: "Aquisições devem ser registradas ao custo pago ou incorrido.

¹⁵ LEMES JÚNIOR et al. 2002. Administração Financeira, ed. Campus, p. 654

¹⁶ GROPELLI, A. A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**, cit., 2002, p. 388.

Custo é o montante de caixa pago ou *fair value* de outra consideração dada para os acionistas da entidade adquirida.”¹⁸.

EPSTEIN & MIRZA, destacam três situações que podem ocorrer numa aquisição:

1. Se o preço equivale ao *fair value* dos ativos líquidos, o processo de alocação será direto, com cada ativo sendo registrado ao *fair value*;
2. Se o *fair value* dos ativos líquidos identificáveis adquiridos é inferior ao preço pago, o excesso do custo deve ser alocado como *good-will* (excesso do custo sobre o *fair value* dos ativos líquidos adquiridos);
3. Se o *fair value* dos ativos líquidos identificáveis adquiridos é superior ao preço pago, o excesso do valor deve ser alocado como *good-will* negativo (excesso do *fair value* dos ativos líquidos sobre o custo)¹⁹.

Tal como ocorre com as fusões, as aquisições também podem se classificadas em grupos. Resumidamente, WESTON & BRIGHAM (2000) apud LEMES JÚNIOR et al. (2002)²⁰ classificam-nas em:

- a) aquisições horizontais: ocorrem quando uma empresa adquire outra do mesmo ramo de atividade, buscando entre outras vantagens, maior participação no mercado, aumento da receitas e maior poder de barganha junto a clientes e fornecedores;
- b) aquisições verticais: são as aquisições de uma empresa fornecedora ou cliente, podendo ser progressiva ou regressiva no canal de distribuição. A progressiva ocorre quando uma companhia adquire outra que compra seus produtos, enquanto a regressiva dá-se quando a companhia adquirida é fornecedora da adquirente;
- c) aquisições congêneres: são aquisições de uma empresa do mesmo setor, sem que haja uma relação de fornecedor ou de cliente. Pode se dizer que são as formas mais adotadas por empresas que pretendem crescimento rápido; e

¹⁷ Ibidem.

¹⁸ EPSTEIN, Barry J.; MIRZA, Abbas Ali. IAS 97: interpretation and application of international accounting standards 1997. USA: Wiley, 1997.p. 338, apud LOPES, Christianne Calado Vieira de Melo. Combinações de empresas pelo método de compra dos ativos (...), *cit.*, 2003. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed_comemor/6_artigo_christianne_pg79_87.pdf>

¹⁹ Ibidem.

²⁰ WESTON & BRIGHAM (2000) apud LEMES JÚNIOR (2002), Administração Financeira. Rio de Janeiro. Campus. p. 656-657.

- d) aquisições tipo conglomerado: são aquisições de empresas de setores diferentes daqueles da empresa adquirente. Formato bastante utilizado por grandes empresas que querem ampliar os negócios em outro ramo de atividade.

1.1.3 Incorporação

A Lei 6.404/76, em seu art. 227, assim conceitua a incorporação: “A incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações”.

Conforme NASI, essa é a forma mais usual de aquisição de controle acionário, sempre que há intenção de unir atividades, esforços, agregar valor, ganhar escala, aumentar participação no mercado, reduzir custos, dentre outros aspectos. A incorporação caracteriza-se quando a empresa incorporada desaparece juridicamente, podendo, entretanto, juntar seu nome ao da incorporadora (no caso de envolver dois nomes fortes no mercado), a exemplo da aquisição da Crysler pela Daimler Benz, que passou a denominar-se DaimlerCrysler²¹.

O autor explica ainda que:

O processo de incorporação de uma empresa passa necessariamente por uma etapa prévia com um levantamento da situação geral da empresa (*due dilligence*), como uma auditoria do balanço, uma análise dos riscos com passivos não registrados ou difíceis de quantificar, qualidade da gestão, contingências fiscais e comerciais, tecnologia, participação no mercado e capacidade de gerar resultados, situação tributária da incorporada e da incorporadora para exame de um planejamento tributário antes de formalizar o ato da incorporação, entre outros pontos²².

²¹ NASI, Antonio Carlos. Incorporação, fusão, cisão, joint venture..., *cit.*. Disponível em: <<http://www.nardonnasi.com.br/artigos/Cisao.doc>>.

²² Ibidem.

ALMEIDA salienta que os mesmos requisitos para o processo de fusão se aplicam para a operação da incorporação, devendo ser observado o regramento contido na Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/76). Em se tratando de sociedade de pessoas, “substituir-se-á a assembléia geral, órgão de deliberação das sociedades por ações, pelo consenso da maioria dos sócios”; e quando se tratar de sociedade anônima, “os acionistas votam, preliminarmente, aprovando ou não processo de fusão”.

Continua o mesmo autor ao explicar que é assegurado aos sócios dissidentes o direito de retirada da sociedade fundida, que deverá receber o valor correspondente a suas ações; e peritos deverão avaliar os patrimônios líquidos correspondentes a cada uma das sociedades, e com a apresentação dos laudos, em assembléia geral, os acionistas das sociedades interessadas na fusão, resolverão sobre a nova sociedade²³.

No Brasil pode ocorrer duas formas de incorporação, quais sejam: uma pela aquisição dos ativos líquidos e outra pela aquisição de ações. O art. 223 da Lei n. 6.404/76 prevê que a incorporação ou fusão podem ser operadas entre sociedades de tipos iguais ou diferentes, podendo, ainda, ocorrer uma aquisição em que seja gerada a união entre uma sociedade anônima e uma limitada.

Vale destacar que, ainda que a referida lei não mencione, a maioria das incorporações e fusões constituem uma “operação de aquisição”, onde a transação de compra caracteriza-se por uma aquisição dos ativos líquidos.

²³ ALMEIDA, Amador Paes de. **Manual das sociedades comerciais**: direito de empresa, *cit.*, 2003, p. 72.

2 PRINCIPAIS ASPECTOS ENVOLVIDOS EM PROGRAMAS DE FUSÃO, AQUISIÇÃO OU INCORPORAÇÃO DE EMPRESAS

Fusões e aquisições têm ocorrido ao redor do mundo em larga escala e, muitas das vezes, envolvendo empresas de países diferentes. Esse fenômeno global da era moderna tem seduzido profissionais de diversas áreas de atuação empenhados em estudar com profundidade o tema, dando respostas consistentes para suas causas e conseqüências, e especialmente, facilitando a tarefa das companhias e empresários que pretendam empreender esse tipo de transação.

Vários são os motivos que levam as empresas a tomarem parte em operações comerciais envolvendo fusões e aquisições, porém, um dos mais importantes diz respeito à expansão dos negócios e, por conseguinte a maximização dos lucros.

Portanto, esse não é um negócio para amadores, pois não se compra ou vende uma empresa com base em reações impulsivas. Não basta que as oportunidades pareçam interessantes, é preciso que sejam de verdade, e somente um detalhado projeto pode espelhar essa realidade.

RICHARD BIBLER (1992) salienta que existe uma longa lista de razões para o triste histórico de combinações de empresas que fracassaram. Entretanto, argumenta que em cada caso o adquirente provavelmente deixou de estabelecer uma base estratégica para efetuar aquisições, ou deixou de criar um programa abrangente para esse tipo de operação²⁴.

²⁴ RICHARD S. BIBLER, Guia da *Ernest & Young* para Adm. de Fusões e Aquisições, Record, 1992, p.27

Vale destacar as lições de Michael C. Jensen, citado por ROSS, WESTERFIELD & JAFFE²⁵, ao comentar sobre as mudanças expressivas que ocorreram nas últimas duas décadas, com relação às estruturas das empresas em face da concorrência no mercado; senão, vejamos:

1. As fusões e aquisições representam uma resposta a novas tecnologias ou condições de mercado que exigem de uma empresa uma mudança de direção ou do uso de recursos;
2. Um novo proprietário de uma empresa, em geral, tem melhores condições para introduzir mudanças significativas na estrutura organizacional existente;
3. Uma alternativa para reduzir conflitos de interesse entre acionistas e administradores quanto à distribuição do fluxo livre de caixa da empresa consiste em fornecer aos administradores uma participação significativa nos resultados da organização;
4. Os incentivos da administração concentram-se na maximização do valor da empresa, e não na construção de impérios, operações de diversificação mal concebidas ou sem preocupação com a riqueza dos acionistas;
5. Ganhos substanciais de eficiência são gerados – no que tange ao pagamento de dividendos e à tendência de reter fundos excessivos – por meio da liberdade da administração, que toma lugar de pagamento obrigatório de dívidas.

2.1. PLANEJAMENTO DO ARRANJO

RICHARD BIBLER (1992)²⁶ argumenta que não raro as aquisições causam grandes impactos no resultado global de uma corporação, positivo ou negativo. Portanto, essas transações merecem planejamentos tão cuidadosos como a introdução de um novo produto. Em vez de assumir posturas reativas ou instintivas, do jeito: "conheço uma boa oportunidade só de olhar", as empresas devem criar programas abrangentes de aquisição. Escrever antecipadamente as características do candidato desejável e definir os objetivos da aquisição.

²⁵ ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira, *cit.*, 2002, p. 665.

O mesmo autor enfatiza que em um programa pró-ativo de aquisição o adquirente é o iniciador. Em vez de reagir a oportunidades do acaso, age agressivamente para alcançá-las. Acrescenta ainda que um programa bem elaborado, baseado em objetivos claros, possibilita ao empresário responder a situações urgentes e oportunistas com maior probabilidade de fazer negócios que contribuam para o valor do acionista.

Pela riqueza de argumentos apresentados, vale continuar prestigiando o mesmo autor citado nos parágrafos acima, que afirma ser um programa de aquisição um processo dinâmico, sujeito a modificações em resposta a eventos ou disponibilidade de dados. Sugere que as seguintes tarefas devem estar compreendidas num programa de aquisições:

- a) Estabelecimento de responsabilidades no nível de políticas: o programa deve estar posicionado no nível estratégico, ou seja, no nível mais alto da empresa. O envolvimento do alto escalão, ao tempo que cria compromisso com a missão, assegura o acesso a informações privilegiadas;
- b) Desenvolvimento de um plano de aquisições: um bom plano começa pela avaliação de fatores internos e externos; pela identificação de forças competitivas a serem desenvolvidas; pela depuração das vantagens a serem aproveitadas e pelas desvantagens a serem corrigidas;
- c) Definição dos critérios de aquisição: trata-se do detalhamento dos fatores de maior importância na identificação de um candidato, como por exemplo: indústria ou segmento de indústria; método de distribuição; porte; restrições geográficas, preço máximo etc.;
- d) Identificação dos candidatos à aquisição: elabora-se uma lista com o nome dos possíveis candidatos que parecem satisfazer os critérios;
- e) Estabelecimento de contatos eficazes: exceto em situações altamente incomuns, do tipo quando já se conhece o empresário-alvo, a melhor maneira de fazer a primeira abordagem é de forma direta, através de carta detalhada sobre o interesse, seguida de um telefonema;

²⁶ RICHARD S. BIBLER, Guia da *Ernest & Young* para Adm. de Fusões e Aquisições, Record, 1992,

- f) Devida diligência: oportunidade em que são levantados os fatos, feitas análises profundas e constante reavaliações, dúvidas são levantadas e perguntas são respondidas;
- g) Negociação de termos: momento em que são negociadas todas as questões envolvidas no negócio, relevantes ou de menor importância, quanto maior o número de pontos acordados, tanto melhor; e
- h) Integração da aquisição: refere-se ao cumprimento do que restou planejado e executado, com o máximo de aproveitamento das sinergias.

A BERNHOEFT Consultoria Societária aponta outros aspectos importantes que julga devem ser observados pela estrutura executiva e organizacional das empresas durante o processo de fusões e aquisições. São eles:

1. Identificar o tipo de associação e definir prioridades;
2. Evitar o atraso para apresentação das novas regras para os funcionários;
3. Gerenciar a associação como um projeto totalmente novo;
4. Ter cautela no tratamento das diferenças culturais;
5. Deixar claras as perspectivas futuras para amenizar as ansiedades das pessoas envolvidas²⁷.

Os arranjos visando fusões, aquisições e incorporações de empresas são, em geral, planejados e executados por intermediários contratados pelos próprios interessados. Esses profissionais, que não raro trabalham em grupo formado por especialistas em diversas áreas, recebem a incumbência de preparar todo o processo que envolve a transação, bem como dar assistência nas negociações, preocupando-se com o antes, o durante e o depois.

Há quem diga que o frenesi experimentado pelas atividades de fusões e aquisições na última década muito se deve às ações dos profissionais desse segmento de mercado, que instigados pelas atrativas comissões, empregam seus

p.27

²⁷ BERNHOEFT Consultoria societária. Esqueceram os sócios, *cit.*. Disponível em: <http://www.bernhoeft.com/bernharqcom/artforbes/f21_esque.htm>.

melhores esforços no sentido de prospectar potenciais empresas adquirentes, vendedoras, ou mesmo que queiram ser fusionadas. Na prática, não costumam aguardar a iniciativa dos futuros clientes, ao contrário, movimentam-se em torno deles, e de forma bastante agressiva, procuram criar estímulos que façam os interesses estratégicos das empresas convergirem para alguma modalidade das transações em questão.

2.2 RAZÕES PARA COMPRAS E VENDAS

Fusões, aquisições e incorporações, como já mencionado em linhas pretéritas devem ser encaradas como parte ou mesmo como o próprio planejamento estratégico de expansão dos negócios de uma empresa ou grupo econômico, tamanha são as alterações que provocam, tanto no âmbito interno das companhias envolvidas quanto no ambiente mercadológico em que estão inseridas.

Nunca em outros tempos, houve uma difusão tão grande desse tipo de transação. Acontece em todo globo terrestre, sem discriminação, sejam nos países desenvolvidos, subdesenvolvidos ou emergentes. Também não há restrição quanto ao segmento de mercado. Há espaço e *players* para quaisquer oportunidades que justifiquem investimentos. Profissionais de diversas áreas de atuação emprestam seus serviços no sentido de prospectar e viabilizar a realização de compras, vendas, fusões ou mesmo parcerias estratégicas.

Obviamente são inúmeros os motivos que impulsionam os investidores em direção a uma estratégia de venda, de compra ou de reunião de interesses, numa

política vertical ou horizontal. Dominique Héau (2001)²⁸ ensina que: "em virtude da desregulamentação, do aparecimento de uma clientela cada vez mais sofisticada e do fácil acesso a recursos, a concorrência aumentou expressivamente em toda parte, provocando um grau considerável de reestruturação em vários setores da indústria". O mesmo autor elenca uma variedade de situações que motivam as fusões e aquisições. Vale citar alguns:

- ✓ Globalização: para a maioria das empresas que deseja expandir e entrar no mercado externo, são muitas as razões para fazê-lo por meio de aquisições já que permite agilidade na superação de todo tipo de barreiras porventura existentes no país alvejado, especialmente a cultura do seu povo;
- ✓ Privatizações: em muitos países, setores importantes da economia estatal foi objeto de privatização, o que impulsionou atividades de fusões e aquisições. Bancos estatais e telecomunicações são exemplos recentes e bastante conhecidos no Brasil;
- ✓ Muita liquidez: os mercados de capital têm excesso de liquidez. Portanto, se os investidores acreditarem no potencial de criação de valor de uma aquisição, o aporte de recursos não será problema. Investidores institucionais, notadamente os americanos, tem especial interesse em diversificar suas carteiras de investimento, inclusive, com assunção de maiores riscos que tenham grandes perspectivas de retornos;
- ✓ Intermediários financeiros: diante das oportunidades que o mercado de fusões e aquisições sinalizava, grandes bancos mundiais passaram a agir como corretores e consultores, contribuindo para a reconstrução da economia de vários países. Empresas como Goldman Sachs, Morgan Stanley e Merrill Lynch são os principais exemplos.

C. LOPES invoca as lições de BEAMS, ao explicar que a combinação de empresas consiste em "União de entidades de negócios que se apresenta como alternativa para expansão ou desenvolvimento e que, freqüentemente, oferece vantagens para todas as entidades combinadas bem como para seus proprietários"²⁹.

²⁸ Fusões, aquisições & parcerias/organização Betânia Tanure de Barros, São Paulo, Atlas, 2001 p.54-55.

²⁹ LOPES, Christianne Calado Vieira de Melo. Combinações de empresas pelo método de compra dos ativos: análise comparativa entre as normas do IASB e as do Brasil, 2003. Disponível em:

Desse modo, essas uniões tendem a gerar algum tipo de benefício tanto para os proprietários como para os negócios ali envolvidos.

ALMEIDA cita MIRANDA VALVERDE, ao ensinar que:

Várias são as causas determinantes da incorporação ou fusão. A concorrência entre empresas ou companhias que exploram o mesmo ramo de indústria ou de comércio; o objetivo de possibilitar um monopólio de fato na distribuição ou colocação de certos produtos; a necessidade de absorver as empresas ou companhias que exploram indústrias primárias ou complementares – tais são, entre muitas outras, as causas principais da incorporação ou da fusão de duas ou mais sociedades³⁰.

Na maioria das vezes, não custa repisar, as empresas fundem-se, adquirem ou incorporam outras, com intuito de alcançar objetivos previamente estabelecidos em suas políticas estratégicas. Não raro, o alvo preponderante em casos da espécie é a maximização da riqueza dos acionistas. Elenca-se abaixo, uma série de motivos específicos que, segundo GITMAN³¹, despertam o interesse para fusões e aquisições, desde que tais razões estejam conectadas com a maximização da riqueza do proprietário:

- ✓ Crescimento ou Diversificação: as companhias que desejam crescimento rápido, quer em tamanho, quer na participação de mercado, encontram na fusão ou aquisição uma maneira de alcançá-lo mais rapidamente que se partissem para alternativas internas, usualmente mais arriscadas e onerosas;
- ✓ Sinergia: As sinergias resultam em redução de custos para as empresas fundidas, quando se tem presente que o todo é maior que a soma das partes. As economias de

<http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed_comemor/6_artigo_christianne_pg79_87.pdf>

Acesso em: 19 Jun.2004.

³⁰ *apud* ALMEIDA, Amador Paes de. **Manual das sociedades comerciais**: direito de empresa, *cit.*, 2003, p. 68.

³¹ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7.ed. São Paulo: Harbra, 2002. Pág.736-739.

escala proporcionam um nível de lucro combinado, maior que a soma dos lucros independentes;

- ✓ **Levantamento de Fundos:** são comuns combinações de empresas que buscam elevar a capacidade de levantar fundos. A aquisição de uma empresa rica em caixa, aumenta imediatamente a capacidade da adquirente para tomar empréstimos;
- ✓ **Aumentos da Capacidade administrativa ou da Tecnologia:** Empresas com deficiência administrativa ou tecnológica, mas com grande potencial que julga incapaz de desenvolver plenamente, pode encontrar em uma parceira a possibilidade de maximizar a riqueza dos proprietários;
- ✓ **Considerações tributárias:** casos existem em que empresas são combinadas para que se aproveite benefícios fiscais. Por exemplo, o prejuízo fiscal de uma companhia pode ser aplicado a um montante limitado nos futuros lucros da empresa fundida, por período determinado, ou até que o prejuízo fiscal seja totalmente recuperado;
- ✓ **Aumento da Liquidez dos Proprietários:** Acontece com razoável frequência a fusão de empresas menores com outras de maior envergadura. Este tipo de operação propicia maior liquidez para os proprietários das empresas menores, tendo em conta que a associação proporciona ganho imediato de musculatura para a pequena empresa e melhora a negociabilidade de suas ações;
- ✓ **Estratégia de defesa:** muitas empresas quando percebem que podem se tornar alvo de aquisição não amigável, para se defender, adquire outra companhia. A idéia central costuma ser a de se tornar grandes demais para serem alvo de compra por outra companhia, principalmente estrangeiras. Exemplo típico foi a fusão da Antartica com a Brahma;

Resta patente, portanto, que sobram razões e/ou motivos para vender ou comprar uma empresa. Mais difícil portanto do que nomear um motivo é decidir-se, primeiro a entrar no terreno espinhoso da prática, segundo definir-se por esse ou aquele método de transação. Mesmo cercado de especialistas que estudam, diagnosticam e finalmente concluem pela viabilidade ou não, cabe ao empresário a decisão final. Nesse momento grandes negócios deixam de acontecer, especialmente quando se trata de empreendimento familiar, em que a empresa se confunde com a

própria família e eventual erro de concepção pode provocar conflitos internos de grandes dimensões para não dizer irreparáveis.

A dificuldade em tomar uma decisão, contudo, não é fruto de mera insegurança dos agentes do negócio. O fato é que as estatísticas demonstram que um grande número de transações não consegue produzir os resultados projetados. Novamente, vale citar Dominique Héau³² que chama atenção para o fato de que: "muitas falham na criação de valor, e a diferença entre vencedores e perdedores está na habilidade de gerenciar o processo de aquisição e superar os problemas inerentes".

Como já mencionado no item "planejamento do arranjo", operações de fusões e aquisições de nenhuma maneira deve ser feita por impulso, ou somente com base na sensibilidade sobrenatural do empresário. Portanto, o gerenciamento do processo reportado no parágrafo anterior, diz respeito à aptidão para administrar com desenvoltura o programa de fusões e aquisições, desde a fase de definição de critérios de combinações até a integração total das companhias fusionadas.

FILTER³³ destaca alguns questionamentos a serem feitos pelas empresas antes de iniciar, efetivamente, um processo de fusão, aquisição ou incorporação, por acreditar que o primeiro passo a ser dado tem a ver com a clara definição dos objetivos econômicos e sociais em que a empresa está inserida. Argumenta que é imprescindível ao sucesso desse tipo de empreitada conhecer primeiro a própria casa. Portanto, sugere que devam ser respondidas questões como:

- a) qual é a área de negócios do grupo;
- b) em que contexto ambiental ele atua;

³² Fusões, aquisições & parcerias/organização Betânia Tanure de Barros, São Paulo: Atlas, 2001 p.58.

³³ FILTER JR. Hildomar Arnaldo (Et al.). **Fusões e Aquisições**. Curitiba: UFPR, 1999, p. 15.

- c) quais as políticas e estratégias que direcionam os negócios;
- d) qual a sua filosofia de ação;
- e) quem é o nosso cliente (atual e potencial);
- f) onde está o nosso cliente;
- g) o que o cliente espera de nós.

De posse da resposta de cada um desses questionamentos, está traçado o perfil da empresa, ficando a mesma apta a realizar um empreendimento sólido. Se o perfil é satisfatório, fica demonstrada a maturidade mercadológica; mas se, em contrapartida, a empresa apresenta baixo perfil em seu contexto, deve a mesma identificar os pontos falhos para que procure meios alternativos de suprir seus problemas.

2.3. ASPECTOS CONTÁBEIS

Neste tópico, o objetivo maior é propiciar o conhecimento de pontos relevantes acerca de procedimentos contábeis em transações que envolvam incorporação e fusão de empresas. São operações mais conhecidas no mundo contábil como de reorganização de sociedades, previstas em lei, que permitem às empresas, a qualquer tempo, promover as mudanças que lhes forem apropriadas, tais como³⁴:

- a) reorganização de sociedades de um grupo de empresas em face da conjuntura sócio-econômica;
- b) reorganização de sociedades a título de planejamento fiscal, objetivando minimizar a carga tributária;
- c) incorporações ou fusões entre empresas voltadas: a) à integração operacional; b) à evolução da tecnologia, dos sistemas de produção ou de comercialização ou c) ao fortalecimento competitivo no mercado diante da concorrência.

³⁴ FIECAFI, coordenador técnico Eliseu Martins, Manual de contabilidade das Sociedades por ações, 5ª ed. São Paulo, Atlas, 2000 p.461.

Reorganizações societárias, mediante procedimentos de fusões, aquisições ou incorporações (até mesmo outras formas de solução), são vistas pelos profissionais da área de contabilidade como relativamente simples de serem implementadas, porém, advertem que essas transações envolvem definições preliminares de grande complexidade, como por exemplo o estudo das inúmeras alternativas de solução possíveis e, em seguida, a decisão quanto à que melhor responde aos propósitos previamente identificados, pois essas escolhas irão afetar todo o futuro da(s) companhia(s), podendo, inclusive, inviabilizar a operação ou incorrer em ônus operacionais e/ou tributários desnecessários.

Não obstante o Brasil estar convivendo nos últimos anos com expressivo movimento de fusões e aquisições, com envolvimento de empresas nacionais e estrangeiras, os métodos contábeis utilizados atualmente não são reconhecidos internacionalmente. A legislação fiscal vigente determina que se utilize os valores contábeis, ou seja, aqueles consignados nos inúmeros demonstrativos, enquanto a tendência mundial, já há algum tempo, é de se trabalhar com valores de mercado.

A utilização do método contábil prevalecente no Brasil, conforme já frisado, não oferece grandes complicações. Cite-se como exemplo:

- a) em uma aquisição ou incorporação de empresas pertencentes ao mesmo controlador, basta transferir os ativos e passivos de uma para outra empresa, com o conseqüente aumento ou diminuição do capital, dependendo do patrimônio líquido a ser transferido, pois, normalmente, nesses casos, os critérios contábeis praticados em ambas empresas são semelhantes, o que permite presumir que os laudos de avaliações também guardam sintonia com os valores contábeis;
- b) em um caso de fusão, onde as empresas fundidas são extintas, dando lugar a uma terceira e nova sociedade, basta tão-somente a transferência do acervo líquido para a empresa recém criada, na mesma linha de raciocínio do exemplo anterior, ou seja, continua predominar os valores contábeis insertos nos livros de cada uma das sociedades fundidas.

Na outra alternativa, mais corrente no resto do mundo, as empresas que serão fusionadas deliberam e nomeiam peritos contábeis para proceder à avaliação patrimonial de ambas as empresas a seus valores de mercado, com base nos mesmos critérios de avaliação dos ativos e passivos. Feito isso, procede-se a contabilização das diferenças entre os valores dos laudos e os valores contábeis, após o que, faz-se a fusão ou incorporação pelos novos valores contabilizados.

A hipótese de avaliação patrimonial por peritos, permite a justa distribuição aos acionistas das ações da empresa que emerge da transação, pois os valores concebidos para cada uma das companhias envolvidas são apurados com base nos mesmos critérios. Portanto, cada uma terá o percentual de ações proporcional à importância que contribuiu para formação do novo patrimônio.

Na maioria das fusões e incorporações, existe na realidade um processo de compra de uma empresa por outra. Nesse sentido, os tratamentos contábeis têm evoluído na direção de se trazerem os ativos da adquirida a seus valores de negociação, e não a manutenção dos antigos valores contábeis. Caso a negociação se dê pelo valor global da empresa e não haja avaliações específicas para cada ativo, peritos atribuem o valor de mercado a cada item. Com isso, no Balanço da nova empresa ou da incorporadora, tais ativos ficam registrados por seu custo efetivo aos controladores adquirentes. E o ágio ou deságio ficará pela diferença entre a soma dos valores de mercado ou de negociação de cada item e o valor total pago.³⁵

³⁵ FIPECAFI, coordenador técnico Eliseu Martins, Manual de contabilidade das Sociedades por ações, 5ª ed. São Paulo, Atlas, 2000 p.470.

2.4. ASPECTOS JURÍDICOS

Todos os profissionais que tomam parte em negócios que envolvam fusões, aquisições e incorporação de empresas, sabem da importância que devem merecer os contratos formais, conhecem a complexidade de sua elaboração, bem como a necessidade de correta e justa definição de conceitos e cláusulas, de sorte a preservar os direitos e garantias dos contratantes.

Na prática os contrato é o instrumento que formaliza as idéias e entendimentos dos empresários, que esmiuça e torna factível o manifesto desejo das partes em combinar interesses. Em suma, é a versão jurídica de todas as deliberações havidas em torno de determinada pretensão negocial, com a demonstração expressa de todos os direitos e obrigações tidos e assumidos pelos transigentes.

2.4.1 PROTOCOLO DE INTENÇÕES

Se a assinatura do contrato representa o ponto culminante de uma transação, o início, principalmente no terreno das fusões e aquisições, costuma ser assinalado por um documento preliminar habitualmente denominado de carta ou protocolo de intenções. Esse documento tem a finalidade de espelhar os principais pontos de concordância que irão balizar o acordo definitivo.

A natureza jurídica do protocolo de intenções pode ser qualificada como a de um pré-contrato, donde resulta uma obrigação de fazer, como de submetê-lo, os que o tenham firmado, à apreciação da assembléia geral, no caso das sociedades

anônimas. Costuma registrar os quesitos básicos do negócio em gestação. Conforme preceitua CRAWFORD³⁶, deve cobrir os seguintes pontos:

- A descrição da forma de transação, fusão, compra de ações ou de ativos, caso seja conhecida por ocasião da assinatura;
- Detalhes a serem considerados para a compra. Caso sejam usadas ações, o índice ou outro método de avaliação. Se outros títulos, quais os termos básicos;
- Disposições protetoras como um depósito ou caução. O depósito é um arranjo pelo qual uma parcela do preço da compra é colocada nas mãos de terceiros como garantia de eventuais infrações de declarações por conta do vendedor;
- Cláusulas especiais, como contratos de emprego com os diretores, executivos e funcionários do vendedor;
- Honorários de corretores e descobridores;
- Uma cláusula de não venda que compromete o vendedor a não solicitar outras ofertas, não fornecer informações e nem negociar com outros interessados;
- Uma taxa de rescisão, caso a empresa seja vendida a terceira parte.

A Lei 6.404/76, que dá guarida legal para as fusões, aquisições e cisões de Sociedades Anônimas, em seu artigo 224, discorre que os seguintes requisitos básicos devem compor um protocolo de intenções:

I - o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócios que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição;

II - os elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio, no caso de cisão;

III - os critérios de avaliação do patrimônio líquido, a data a que será referida a avaliação, e o tratamento das variações patrimoniais posteriores;

IV - a solução a ser adotada quanto às ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra;

³⁶ DEWEY B. Crawford & outro. Guia da *Ernest Young* para Administração de Fusões e Aquisições. Rio de Janeiro: Record, 1992. P.111-112.

V - o valor do capital das sociedades a serem criadas ou do aumento ou redução do capital das sociedades que forem parte na operação;

VI - o projeto ou projetos de estatuto, ou de alterações estatutárias, que deverão ser aprovados para efetivar a operação;

VII - todas as demais condições a que estiver sujeita a operação.

Reza ainda o mencionado dispositivo legal, desta feita em seu artigo 225, que as transações envolvendo Sociedades Anônimas, devem ser submetidas à deliberação da assembléia-geral das companhias interessadas mediante justificação, na qual serão expostos:

I - os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização;

II - as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista;

III - a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir;

IV - o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.

Alexandre Laizo CLÁPIS³⁷ ao analisar as mudanças de regras estabelecidas pelo Código Civil de 2002, com relação às operações societárias de incorporação, fusão ou cisão, tanto das sociedades anônimas, quanto às de quotas por responsabilidade, salienta que nas sociedades anônimas, tais operações podem ser efetivadas por escritos particulares, mesmo envolvendo transferência de bens imóveis, sendo levadas para as correspondentes matrículas nos Registros de Imóveis por atos de averbação, diante da previsão legal contida no art. 234, da Lei das S.A.

³⁷ CLÁPIS, Alexandre Laizo. Sociedades limitadas, o registro imobiliário e o novo Código Civil. Jus Navigandi, Teresina, a. 8, n. 317, 20 mai. 2004. Disponível em: <<http://www1.jus.com.br/doutrina/texto.asp?id=5251>>. Acesso em: 04 jun. 2004.

O mesmo autor continua, salientando que:

Se o Código Civil de 2002 regulou exhaustivamente o direito das sociedades, com exceção feita às anônimas que continuam regidas pela Lei Federal nº 6.404/1976, como dispõe o art. 1.089, o modo de se adquirir a propriedade deve ser observado também pelas pessoas jurídicas nele previstas, ou seja, transfere-se o direito real de propriedade, de acordo com o art. 1.245, "mediante registro do título translativo no Registro de Imóveis".

Se antes o art. 18 do Decreto nº 3.708/1919 autorizava a aplicação da Lei das Sociedades Anônimas de modo supletivo, nas hipóteses que envolvam incorporação, fusão ou cisão de sociedades por quotas de responsabilidade limitada, tal situação se modificou com o advento do novo Código Civil, que estabelece, em seu art. 1.053, que:

"A sociedade limitada rege-se, nas omissões deste Capítulo, pelas normas da sociedade simples."

Parágrafo único. O **contrato social** poderá prever a regência supletiva da sociedade limitada pelas normas da sociedade anônima." (grifos nossos).

2.4.2. Estrutura do Acordo

2.4.2.1. Características Principais

Superada a fase preliminar do aperto de mãos, da elaboração e assinatura da carta de intenções, chega-se o momento de estruturar as condições que doravante integrarão o contrato definitivo. As características principais não diferem muito de um acordo para outro. Ao contrário, muito se assemelham. Segundo aduz DEWEY B.

CRAWFORD³⁸, os elementos mais relevantes presentes em um acordo costumam ser os seguintes:

- a) os termos operacionais da transação, que incluem a identificação dos ativos ou das ações a serem adquiridas, o valor a ser pago e a mecânica da transação;
- b) outros termos auxiliares ou afins da transação principal, tais como cláusulas de participação nos lucros ou de capacidade de financiamento;
- c) as declarações e garantias tanto do vendedor quanto do comprador;
- d) As obrigações do vendedor e do comprador até o fechamento;
- e) As condições a serem satisfeitas pelo vendedor e pelo comprador para efetivação do fechamento;
- f) As cláusulas de fechamento, cancelamento e indenização;
- g) Assuntos variados, tais como honorários dos descobridores, despesas e leis especiais que regulam a transação.

Desnecessário dizer que os debates em torno dos termos acima declinados são comumente tensos e acalorados. Sem esforço percebe-se que se tratam de temas sensíveis para as partes envolvidas, porquanto, devem merecer atenção redobrada e estar confiados a pessoas experientes, que dominem a linguagem dos negócios e conheçam os artifícios e as dinâmicas da mediação.

2.4.2.2. Declarações e Garantias

As declarações e garantias servem a três importantes funções, conforme dispõe DEWEY B. CRAWFORD³⁹, quais sejam:

³⁸ DEWEY B. CRAWFORD, *Guia da Ernest & Young para Adm. de Fusões e Aquisições*, Record, 1992, p.113.

³⁹ *Ibidem* p.114

- a) são informativas. Antes da assinatura do acordo definitivo, elas fornecem meios pelos quais o comprador pode aprender o máximo possível a respeito da empresa que está à venda;
- b) são protetoras. Entre a assinatura e o fechamento, elas fornecem um mecanismo para o comprador desistir da transação caso sejam descobertos fatos adversos; e
- c) dão sustentação. Elas fornecem a estrutura para a indenização do vendedor ao comprador após o fechamento.

Insta seguir apelando para os conhecimentos de CRAWFORD, para assegurar com base em sua teoria que as declarações e garantias do vendedor respondem pela maior parte do acordo. Que seu escopo e número são limitados apenas pela habilidade de negociação e imaginação das partes, e que as declarações e garantias mais comuns recaem sobre poucas categorias amplas, especialmente demonstrações financeiras, ativos, contratos, assuntos trabalhistas, litígios e organização corporativa.

Divagando em torno da minguada literatura encontrada sobre o tema, conclui-se que o ato de firmar declarações e garantias equipara-se à assunção de compromissos/deveres recíprocos. Os contratantes tornam-se sujeitos de direitos e obrigações, uns perante aos outros. Quebrada qualquer regra, impõe-se ao faltoso as penalidades previamente acordadas, e certamente preconizadas com fartura.

2.4.2.3. Cláusulas

Sem devaneios, cabem às cláusulas dar forma e sentido ao acordo. Elas têm o condão de exprimir de maneira literal a manifesta vontade das partes. Num acordo de fusões e aquisições, as cláusulas podem ser negativas, que restringem certas ações do vendedor sem o consentimento do comprador, bem como positivas, que obrigam uma ou ambas as partes a realizar certas ações antes do fechamento.

As cláusulas negativas não raro têm vocação protetiva, ou seja, procuram resguardar os direitos do comprador, ao não consentir que o vendedor eventualmente transmute a essência do objeto pactuado. Não há padronização, nem limites para o exercício de clausular. Na prática, no entanto, recomenda-se que os pontos mais sensíveis e eventualmente mais suscetíveis de quebra sejam evidenciados. A título de exemplo, citam-se: não mudar os métodos contábeis; não fazer negócios estranhos à atividade normal; não alterar o contrato social ou estatutos; não distribuir dividendos; não prestar garantias; não renunciar a direitos; não alienar imóveis, ou, permitir o acesso aos demonstrativos contábeis; convocar e realizar assembléias; fazer requerimentos junto aos órgãos competentes etc,

2.4.2.4 Órgãos Reguladores

Para que efetivamente ocorram fusões e aquisições, as propostas devem passar pelo crivo do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC), que é composto pela Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), vinculada ao Ministério da Fazenda, pela Secretaria de Direito Econômico (SDE) e pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), ambos vinculados ao Ministério da Justiça⁴⁰.

Tomando por parâmetro a Lei de Defesa da Concorrência, a finalidade precípua do SBDC é a promoção de uma economia competitiva por meio da prevenção e da repressão de ações que possam limitar ou prejudicar a concorrência. Cabem aos órgãos internos a função analítica e investigativa, e da instrução dos processos. A SEAE e o CADE emitem seus pareceres, que são elaborados levando-

⁴⁰ MONTEIRO, Carmen Diva. Sobre a Política Antitruste no Brasil e seus aspectos críticos. **Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência**. Disponível em:
<<http://www.fazenda.gov.br/portaldaconcorrenca/institucional/sbdc.htm>> Acesso em: 01 Ago.2004.

se em conta, respectivamente, os aspectos econômicos e jurídicos dos fatos ocorridos; em última instância decisória na esfera administrativa, o CADE se incumba de julgar os processos em matéria concorrencial, após análise dos pareceres da SEAE e da SDE, sendo que tais decisões apenas comportam revisão no âmbito do Poder Judiciário⁴¹.

O CADE é uma agência judicante criado pela Lei n.º 4.137, de 1962, que posteriormente foi transformado pela Lei n.º 8.884, de 1994⁴², em autarquia vinculada ao Ministério de Justiça, com sede e foro no Distrito Federal. Conforme disciplina seu artigo primeiro " Esta lei dispõe sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica, orientada pelos ditames constitucionais de liberdade de iniciativa, livre concorrência, função social da propriedade, defesa dos consumidores e repressão ao abuso do poder econômico", tendo a coletividade como titular dos bens jurídicos protegidos.

O citado dispositivo legal tem caráter imperativo e aplica-se às pessoas físicas ou jurídicas de direito público ou privado, bem como a quaisquer associações de entidades ou pessoas, constituídas de fato ou de direito, ainda que temporariamente, com ou sem personalidade jurídica, mesmo que exerçam atividade sob regime de monopólio legal. Conforme disciplinado no artigo 20: constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados:

- I - limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa;
- II - dominar mercado relevante de bens ou serviços;

⁴¹ Ibidem.

⁴² Lei n.º 8.884, de 11.06.1994. Disponível em: www.senado.gov.br/legislações. Acesso em 11 set. 04.

III - aumentar arbitrariamente os lucros;

IV - exercer de forma abusiva posição dominante.

1º A conquista de mercado resultante de processo natural fundado na maior eficiência de agente econômico em relação a seus competidores não caracteriza o ilícito previsto no inciso II.

2º Ocorre posição dominante quando uma empresa ou grupo de empresas controla parcela substancial de mercado relevante, como fornecedor, intermediário, adquirente ou financiador de um produto, serviço ou tecnologia a ele relativa.

3º A parcela de mercado referida no parágrafo anterior é presumida como sendo da ordem de trinta por cento.

Portanto, fica evidente que a Lei 8.884, também conhecida como Lei do CADE, impõe regras claras e rígidas que devem ser rigorosamente observadas e cumpridas pelas empresas que pretendam levar adiante estratégia de fusão, aquisição ou incorporação, sob pena de intervenção do órgão regulador, que dentro de suas atribuições pode repreender e/ou punir eventuais infratores. Em seu artigo 54, a referida lei regulamenta a forma de controlar os atos e contratos, ao preceituar que: os atos, sob qualquer forma manifestados, que possam limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços, deverão ser submetidos à apreciação do CADE.

1º O CADE poderá autorizar os atos a que se refere o *caput*, desde que atendam as seguintes condições:

I - tenham por objetivo, cumulada ou alternativamente:

a) aumentar a produtividade;

b) melhorar a qualidade de bens ou serviço; ou

c) propiciar a eficiência e o desenvolvimento tecnológico ou econômico;

II - os benefícios decorrentes sejam distribuídos equitativamente entre os seus participantes, de um lado, e os consumidores ou usuários finais, de outro;

III - não impliquem eliminação da concorrência de parte substancial de mercado relevante de bens e serviços;

IV - sejam observados os limites estritamente necessários para atingir os objetivos visados.

A título de exemplo, vale ilustrar com o caso abaixo, em que, fazendo uso de suas atribuições legais de zelar pela existência de um mercado livre e concorrente entre si, evitando concentração em setores da economia que possa resultar em prejuízos ao consumidor, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica vetou no início deste ano a aquisição da GAROTO pela sua concorrente NESTLÉ, efetuada em fevereiro de 2002 por 560 milhões de reais. Por 5 votos a 1, os conselheiros do CADE concluíram que a compra faria com que a NESTLÉ abocanhasse a fatia de pelo menos 58% do mercado brasileiro de chocolates, o que em geral costuma favorecer os aumentos de preço⁴³.

Foi a primeira vez que a NESTLÉ passou pela experiência de ter de desfazer uma aquisição; ainda que atue há décadas em países com as mais variadas exigências burocráticas e ambientes de negócio. A estratégia mundial de expansão da companhia é fortemente baseada em aquisições. A NESTLÉ do Brasil e a GAROTO vinham, há dois anos, operando juntas em diversos segmentos do mercado. Inconformada, a empresa suíça está se preparando para tentar na Justiça a reversão da decisão do CADE⁴⁴.

2.5. DUE DILIGENCE

Operações de fusões, aquisições ou incorporações de empresas, são comumente precedidas de algum tipo de avaliação, que podem ser mais ou menos criteriosa dependendo do interesse dos transigentes. Porém, no mundo dos grandes

⁴³ **Revista Veja on line** . Empresas: A Garoto caiu do ninho. A estratégia mundial de aquisições da Nestlé empaca no Brasil com decisão do Cade de desfazer a compra da Garoto, por Carlos Rydlewski. Edição 1840 . 11 de fevereiro de 2004. Disponível em: < http://veja.abril.com.br/110204/p_082.html> . Acesso em: 30 Jul.2004.

⁴⁴ Ibidem.

negócios, em que os atores são grandes corporações, pode-se afirmar que invariavelmente são feitas criteriosas avaliações das companhias prospectadas, com intuito de evitar que passivos ocultos comprometam o negócio. Esses procedimentos são conhecidos como "*due diligence*" e, normalmente, dão ênfase aos aspectos societários, contábeis, trabalhistas e fiscais.

"*Due diligence*", se traduzida literalmente, significaria "devida diligência". Porém, difícil trazer uma definição precisa que possa abarcar sua amplitude, visto que seu escopo depende inteiramente da transação comercial que a motiva. Para os propósitos deste trabalho, pode-se dizer que se trata de prática empresarial do mundo contemporâneo, que surge como consequência da vontade das partes envolvidas nos diversos tipos de transações. Ao fixar livremente certas práticas, criam-se mecanismos capazes de garantir ao adquirente ou investidor a possibilidade de realizar uma investigação prévia sobre a empresa a ser adquirida ou que receberá investimentos (geralmente denominada "empresa-alvo").

Na legislação brasileira, vale acrescentar, o processo de "*due diligence*" não existe como figura autônoma. Portanto, melhor compreendê-la como sendo um ato de prudência e bom senso das partes. Profissionais que prestam consultoria na área de fusões e aquisições costumam explicar o termo em tela valendo-se da velha máxima "mais vale prevenir que remediar". Em suma, tal procedimento tem caráter preventivo e surgiu como forma de resguardar as partes em possíveis litígios que eventualmente venham ocorrer após encerramento das transações.

Embora a realização de uma "*due diligence*" seja uma opção das partes, e pode ser útil em diversos níveis e momentos de uma negociação, normalmente é levada a cabo pela compradora com a colaboração da vendedora. Não raro, seu

ponto de partida é o período de entendimentos iniciais entre os transigentes. Dependendo do tamanho do negócio, das circunstâncias e das contingências encontradas, pode demorar muito tempo e envolver altos custos para a parte solicitante.

Cabem às partes definir os termos e condições da diligência, entretanto, as práticas abaixo elencadas são comuns na maioria dos procedimentos:

1. Carta de Intenções: acordo preliminar onde são determinadas as regras da "*due diligence*". Aborda temas como confidencialidade, direitos de preferência no negócio. Em geral, não existem regras para as intenções preliminares, pois cada negócio tem características próprias. O bom senso das partes sempre prevalece;
2. "*Check List*": lista de questões que devem ser respondidas pela empresa-alvo. Normalmente preparada pelos advogados que assistem à empresa compradora, tem o cunho inicial de direcionar as atividades da "*due diligence*", e podem incluir perguntas diretas aos vendedores;
3. Fornecimento e/ou obtenção de informações: tendo como base o "*check list*", inicia-se a revisão das informações passadas pela empresa-alvo, bem como a coleta de dados complementares. As informações podem estar em base de dados, em documentos, ou mesmo em local conhecido como "*data room*";
4. Consolidação das informações: concluída a análise dos dados recebidos e coletados, passa-se à elaboração de relatório circunstanciado, obedecendo-se os moldes estabelecidos pela contratante;
5. Relatório final da "*due diligence*": comumente a devida diligência termina com a entrega do relatório final à empresa que o encomendou. Após análise criteriosa, caberá a ambas as partes dar ou não continuidade às negociações.

Na prática cotidiana, o objetivo maior das "*due diligence*" é nada mais do que tirar um retrato da empresa-alvo, nos casos de aquisições e incorporações, ou mesmo de ambas as companhias, nas situações de fusões. Esse retrato, afirmam especialistas, traz enormes vantagens, pois, feito geralmente por empresa independente, identifica e analisa os riscos inerentes, principalmente

legais, num instante anterior à conclusão da operação. Portanto, permite conhecer previamente os problemas a serem enfrentados após a concretização do negócio, facultando às partes, até mesmo, mais justiça no estabelecimento do preço.

Outro aspecto que vale ser lembrado, refere-se ao prazo para conclusão da diligência. Em geral interessa à empresa-alvo que o trabalho se encerre o mais breve possível, para que não atrase o fechamento do negócio, enquanto, por seu turno, a companhia contratante dos trabalhos, raramente demonstra a mesma pressa, pois quanto mais minucioso e detalhado for a diligência, mais confiáveis e próximos da realidade serão as informações/dados levantados.

Também merece destaque a abrangência dos resultados. Profissionais inseridos neste meio, reconhecem como imperioso a análise da situação fiscal e tributária, uma avaliação do passivo processual, inclusive reclamações trabalhistas e processos administrativos, operações financeiras, análise da indústria como um todo, análise dos ativos, mesmo os intangíveis, averiguação dos bens de propriedade intelectual etc. Na prática, com a "*due diligence*", faz-se uma verdadeira varredura na empresa-alvo.

3. AVALIAÇÃO DAS EMPRESAS ENVOLVIDAS

Difícil criar um *ranking* de dificuldades num processo de fusão, aquisição ou incorporação de empresas. Não seria razoável afirmar que um procedimento, tal como a elaboração dos termos jurídicos seja mais fácil ou mais difícil que a definição dos critérios para determinada operação. Entretanto, pode-se dizer com segurança que a avaliação das empresas envolvidas não é tarefa simples.

Estabelecer o valor pelo qual se vende o se compra um negócio, certamente, estaria entre as empreitadas de maior grau de dificuldade.

Como conceitua Hessen (1980:37)⁴⁵, "o valor pertence ao número daqueles conceitos supremos, como os do "ser", "existência" etc., que não admitem definição. Tudo o que se pode fazer é simplesmente tentar uma clarificação do seu conteúdo. Na prática, contudo, no que se refere à precificação, sejam os ativos tangíveis ou intangíveis, impossível permanecer algum tempo em divagações filosóficas. O dinamismo do mercado exige respostas urgentes, transparentes e em quantidade suficiente para permitir a tomada de decisão com maior e melhor grau de conforto possível.

Ocorre que o termo "valor" está envolto por densas camadas subjetivas, tanto que DE PLACIDO E SILVA⁴⁶ assim o define: "em sentido econômico exprime o grau de utilidade das coisas, ou bens, ou a importância que lhes concedemos para a satisfação de nossas necessidades". Resta claro que a percepção de valor é individual, ou seja, as variáveis que compõem o preço têm importância relativa e são valoradas de acordo com as necessidades dos usuários finais e, sobretudo, a posição que ocupam em relação ao negócio, se de compradores ou vendedores.

Seguindo esse raciocínio, Antônio Lopo & outros (2001)⁴⁷ preceitua que:

Ao avaliar uma empresa, objetivamos alcançar o *valor justo de mercado*, ou seja, aquele que representa, de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada companhia. Entretanto, o preço do negócio somente será definido com base na interação entre

⁴⁵ HESSEN, Johannes. Filosofia dos valores. 5. Ed. Coimbra: Arménio Amado 1980

⁴⁶ DE PLÁCIDO E SILVA, Vocabulário Jurídico Vol. IV, ed. Forense, 11ª ed. P. 453

as expectativas dos compradores e vendedores. Não existe um *valor correto* para um negócio. Pelo contrário, ele é determinado pra um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados.

E é o atendimento satisfatório desses usuários, em especial àqueles ligados ao objeto desse estudo que é a fusão e aquisições de empresas, a grande meta de estudiosos de diversos segmentos, precipuamente das áreas de contabilidade, economia e finanças, agora, com o desafio de criar conceitos e modelos de avaliação que atendam, não somente a diferentes usuários, mas aos interesses espalhados pelo mundo globalizado, inclusive ao clã de agentes superavitários ansiosos por oportunidades de investimento.

Longe de pretender ser referência em literatura sobre avaliação de empresas, mas com o propósito simbólico de tornar o assunto um pouco mais familiar, objetiva-se nesse item, fazer breve imersão nos principais e mais utilizados métodos de avaliação de empresas, passando pelos conceitos e características, sem, contudo, estabelecer graduação entre eles, até porque, como já visto, sua aplicação depende da reunião de vários elementos.

MÉTODOS DE AVALIAÇÃO⁴⁷

VALOR CONTÁBIL

Valor do patrimônio líquido apurado de acordo com as práticas contábeis. A base é o Balanço Patrimonial encerrado na data da negociação.

⁴⁷ Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica/FIPECAFI, Eliseu Martins (organizador), São Paulo, Atlas, 2001 p.263.

⁴⁸ SARRAF, Michel, apostila: Avaliações, Fusões e Aquisições, curso MBA Finanças Corporativas 2003.

VALOR PATRINONIAL AJUSTADO

- ✓ Ativos e passivos monetários: valor presente descontado às taxas vigentes à época, *prorata-temporis*;
- ✓ Estoques: ao valor de mercado;
- ✓ Investimentos: valor de mercado ou equivalência patrimonial, quando aplicável;
- ✓ Imobilizado: valor de mercado para as condições de uso. Empresa em continuidade operacional;
- ✓ *Good-will*: operação complexa, normalmente feita pelo método de fluxo de caixa descontado;

VALOR DE LIQUIDAÇÃO

- ✓ Aplicado para negócios decadentes;
- ✓ Ativos e Passivos monetários - valor base para quitação;
- ✓ Estoques - pelo valor de venda acelerada (queima);
- ✓ Imobilizado - valor de mercado para queima acelerada, não considera a utilidade dos ativos para o negócio atual;
- ✓ A liquidação é, exatamente, a negação da utilidade dos bens ou recursos que a empresa possui.

VALOR DE REPOSIÇÃO

Valor correspondente aos fundos necessários para aquisição, dentro de condições normais, de todos os bens possuídos pela empresa, idênticos aos existentes, acrescido de bens ou direitos não refletidos nos ativos, menos o passivo exigível.

✓ CRITÉRIOS

Ativo Circulante (inclusive estoques)	- valor de reposição
Ativo Imobilizado em função da vida útil	- valor de mercado,
Outros bens ou Direitos	- carteira de clientes
Excedente ai estoque, mercado potencial, "good-will"	
Passivo exigível	- valor corrente

MÚLTIPLOS DE VENDA E/OU LUCROS

Valor determinado pelo lucro médio anual e/ou venda média anual multiplicado pelo múltiplo.

CRITÉRIOS

Lucro médio e/ou venda média: lucro do último ano, ou lucro médio dos últimos três anos ou média dos lucros projetados. Idem para as vendas médias.

Obtenção do múltiplo: definido por especialistas, ou índice do preço da ação sobre lucros, ou outros índices qualificados.

MULTIPLICADOR DE EBITDA

O EBITDA *Earnings Before Interest Rates, Taxes, Depreciation and Amortization* (lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização) representa a geração operacional de caixa da companhia. O quanto a empresa gera de recursos apenas em sua atividade, sem levar em consideração os efeitos financeiros e de impostos. É uma medida de avaliação de desempenho que parte do lucro, e ajusta alguns valores do resultado, estimando o fluxo de caixa gerado por atividades operacionais. Assim, desconta do lucro, os valores que não afetam o caixa, como depreciações e amortizações. Desconta-se ainda despesas financeiras de empréstimos e financiamentos - juros ("Interest") - incluindo descontos aos clientes, juros pagos a fornecedores e outros. O mesmo ocorre com receitas, que podem englobar valores não relacionados com aplicações financeiras. O fato de não se conhecer a composição de receitas e despesas financeiras, adota-se a total exclusão de seus valores. O imposto é o IR, portanto, sob lucro tributável.

FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Esta técnica considera que a empresa vale quanto gera, ou seja, devem ser projetados os fluxos de caixas para um período (n) e os fluxos devem ser trazidos a valor presente a uma taxa de desconto adequada. É um dos modelos mais aceitos e difundidos. Como o próprio nome sugere, baseia-se nos "fundamentos" que a empresa ou o projeto apresenta. Para que seja viável e tenha chance de sucesso, é imprescindível o levantamento de todas as variáveis e dados envolvidos, tanto materiais (disponibilidade tecnológica, capacidade financeira, fontes de recursos, capital humano, etc.), quanto subjetivas (oportunidade de mercado, projeções de desempenho e cenários, riscos envolvidos, valores éticos, etc.). A partir da análise conjunta desses elementos, inspirada pelo melhor senso crítico, são definidas as premissas para a elaboração da projeção de resultados para os próximos anos. Uma vez constituídos os fluxos de caixa da empresa/projeto, pode-se avaliar seu valor atual através da metodologia em comento, que consiste em trazer a valor presente (VPL), os fluxos futuros, a uma taxa de desconto (%) tecnicamente definida (por ex.: modelo CAPM, que é baseado no Beta da empresa - β).

CAPM = RF + β (RM - RF) onde:
CAPM (*capital asset pricing model*) - precificação do custo de capital para investimento;

RF (*risk free*) taxa livre de risco; RM (*risk market*) risco de mercado;

Simplificadamente, o Beta (β) é um indicador de risco da empresa em relação ao seu setor de atuação e suas empresa concorrentes.

VARIÁVEIS

- ✓ Qualidade dos critérios nas projeções futuras;
- ✓ Período a ser considerado nas projeções;
- ✓ Taxa de desconto;
- ✓ Valor residual ou de perpetuidade;
- ✓ Cenários macro e micro econômicos.

CRITÉRIOS

- ✓ Projeções futuras: fortemente baseadas no passado;
- ✓ Período: 5 a 8 anos (depende do ramo de atividade);
- ✓ Taxa de desconto: remuneração da renda fixa mais taxa de risco;
- ✓ Valor residual: valor futuro de liquidação dos ativos;
- ✓ Swot Analysis.

CONCEITOS

- ✓ A empresa é considerada como uma entidade vida, gerando lucros;
- ✓ O investimento na aquisição é considerado uma aplicação financeira.

FASES

- ✓ Análise e classificação de resultados históricos (custos e despesas);
- ✓ Determinação de parâmetros operacionais/sazonalidade;
- ✓ Desenvolvimento de cenários;
- ✓ Projeção de resultados operacionais;
- ✓ Projeção de necessidades de investimento incluindo cálculo da NCG;
- ✓ Cálculo dos fluxos de caixa projetados;
- ✓ Elaboração da análise de sensibilidade.

GOOD-WILL (ou fundo de comércio)

- ✓ Marca; tecnologia; canais de distribuição; carteira de clientes; posição no mercado; técnicas de gestão.

CENÁRIOS

- ✓ Valor preliminar (ou valor básico): apurado pelo MFCD acrescido de um valor residual;
- ✓ Valor máximo: valor mínimo acrescido de ganhos de competitividade., determinados a partir do desenvolvimento de cenários (diversas possibilidades de desenvolvimento);
- ✓ Análise da empresa sozinha, sem levar em consideração potenciais sinergias dos compradores. Para cada empresa candidata

compradora, poderia se estimar, teoricamente, a sinergia envolvida e incluir este prêmio no preço. Esse é um dos motivos que levam potenciais compradores a contratarem empresas especializadas de consultoria para representá-los em negociações. Muitas vezes a identidade do comprador é revelada somente na assinatura do contrato.

Como está patente, abordou-se com mais riqueza de detalhes o método do fluxo de caixa descontado, pois, entre todos os outros, é conhecido como o que melhor espelha a real capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento. Contudo, diante das particularidades que cada um dos modelos apresenta, importa frisar que todos têm aplicações úteis, devendo somente ser ajustados às necessidades e peculiaridades de cada caso.

Baseado no fato de que, na seara de fusões e aquisições, o que se deseja é a precificação do negócio a ser adquirido ou vendido, sobretudo no tangente à capacidade de gerar receitas no futuro, cabe enfatizar que nenhum dos modelos é perfeito, ou seja, não são capazes de refletir com exatidão quaisquer que sejam os períodos subsequentes e, pode-se dizer com certeza, que os maiores obstáculos são a subjetividade das projeções dos fluxos de caixa e das taxas de juros.

Antônio Lopo & outros (2001)⁴⁹, discorrendo sobre o assunto enfatiza que os modelos baseados em ativos e passivos contábeis visam alcançar o valor econômico do empreendimento com base na conversão para valor de mercado, enquanto os modelos que descontam os fluxos futuros de benefícios partem da premissa de que o valor da entidade deve ser auferido com base em sua potencialidade de geração de riqueza. Termina argumentando que o avaliador geralmente aplica vários modelos e

⁴⁹ Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica/FIPECAFI, Eliseu Martins (organizador), São Paulo, Atlas, 2001 p.268.

pondera seus resultados para o caso concreto, com o que identifica um valor que se aproxima do valor econômico da empresa.

4. O LADO HUMANO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES

Não seria de todo arriscado afirmar que em se tratando de fusões e aquisições, as decisões para compra, venda ou junção situam-se no plano estratégico, ou estão afeitas ao alto escalão das companhias transacionadas. Um segundo movimento abrangeria um minucioso diagnóstico da saúde econômico-financeira das empresas, a partir do que seriam elaboradas e materializadas ações, tanto corretivas quanto de melhorias dos sistemas atuais. O terceiro passo, nem um pouco menos importante na escala de prioridades, envolveria o destino a ser dado para as pessoas lotadas nas estruturas organizacionais.

Muitas operações, lamentavelmente, desprezam esse elemento precioso e fundamental para o futuro negócio. É de cabedal importância para o sucesso do empreendimento que os encarregados de fazer a transição tenham parâmetros claros e bem definidos acerca do tratamento que será dado aos colaboradores. É preciso manter em mente que o que quer que aconteça durante o período de transição, as primeiras impressões se tornam eternas. É natural que com ganho de escala haja sobreposição de cargos, o que não raro enseja demissões ou adaptações às novas regras do jogo. Daí a senha é transparência.

O fato é que uma vez iniciado o processo: "o clima interno é diretamente atingido por rumores e insegurança, que só podem ser minimizados com um tratamento contínuo: informação oficial sempre que possível. As pessoas preferem

acreditar numa mentira a ficar sem nenhuma informação, constata Luiz Felipe Cortoni (diretor da LCZ consultoria) ⁵⁰. Não dá para deixá-las sem referencial, se não existir a rádio oficial, a “rádio peão, ganha força”, critica. Informação nestes casos deve ser entendida como uma via de mão dupla: não só informar, mas também captar os anseios dos colaboradores.

Como ensina Idalberto CHIAVENATO⁵¹, as organizações são unidades sociais intencionalmente construídas para atingir objetivos específicos, e reconstruídas na medida em que os objetivos são atingidos ou em que se descobrem meios melhores para atingi-los com menor custo e menor esforço. Daí porque se constata que a organização não é uma unidade pronta e acabada; é, isto sim, um organismo social vivo e sujeito a mudanças.

O autor salienta, porém, que organizações bem sucedidas tendem a fazer com que as pessoas, em todos os níveis da organização, sejam elemento de diagnóstico e de solução de problemas para obter uma contínua melhoria de seu trabalho dentro da empresa, de forma que é de vital importância realizar o estudo das pessoas, o que abrange a análise da complexidade da natureza humana, de seu comportamento, do ciclo motivacional, das suas necessidades e objetivos.

Na verdade, ao atravessar uma fase de mudanças, as empresas devem se ater ao fato do quão importante é preservar um conjunto de pessoas com um objetivo comum, para iniciar seu próprio processo de fusão como grupo. A individualidade do membro, que pode se acentuar nessa fase de transição devido à insegurança dos acontecimentos imprevisíveis à sua volta, deve ser intermediada por meio de ajuda

⁵⁰ Artigo. Transparência. Disponível em www.carreiras.empregos.com.br/comunidades

⁵¹ CHIAVENATO, Idalberto. **Recursos humanos**. Edição compacta. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2002, p. 31.

mútua grupal. Esta é uma proposta apontada por Flávio de TOLEDO, que defende a idéia de que o grupo necessita que todos comunguem de um mesmo juramento⁵².

TOLEDO afirma ainda que:

A pressão econômica, que provoca ou acentua comportamentos autoritários e imediatistas e, às vezes, emocionais, por parte de lideranças-chave da organização, pode arrefecer (ou mesmo anular), o juramento básico e seus conseqüentes efeitos de efetividade grupal. E a equipe tenderá, pelo menos temporariamente, a voltar para um estágio comportamental de série [...] tudo isso se dá no momento em que seria indispensável o maior índice possível de integração, sinergia e confiança recíprocas para assegurar a efetividade do grupo, a fim de enfrentar uma situação excepcionalmente difícil, que é uma crise econômica ou uma aceleração do ritmo de mudanças no sistema sócio-econômico ou uma aceleração do ritmo de mudanças no sistema sócio-econômico e político em que funciona a organização. Ou seja, é crise gerando crises, que tendem a agravar a crise original⁵³.

4.1 Aspectos a serem observados

No processo de transformação das organizações, há que se cuidar para evitar a ocorrência de certas situações que podem agravar a instabilidade das empresas.

TOLEDO destaca algumas dessas conjunturas a serem evitadas:

- o segredismo: quando os planos e as estratégias são mantidas em absoluto sigilo dentro das empresas, ocorre uma nítida diminuição no índice de participação no processo decisório. Note-se que, por vezes, faz-se necessário que se lance mão de decisões rápidas que não permitem maior índice de participação; mas essa liderança situacional não deve ter aplicação

⁵² TOLEDO, Flávio de. **Recursos humanos**. Crises e mudanças. São Paulo: Atlas, 1986, p. 27.

⁵³ Ibidem.

exagerada, pois pode acarretar a marginalização de grande parte das lideranças de operação e staff, causando danos para a eficácia da empresa⁵⁴;

- ❑ o imediatismo: deve-se evitar sucessivas ações imediatistas, de modo que se torne uma tônica do comportamento organizacional. TOLEDO explica que, numa nítida confusão entre a agilidade inteligente e as ações de caráter primário, podem ser decididas mudanças de pouca serventia, que vão desde o corte do cafezinho até o abandono de um mercado comercial, de políticas estabelecidas, de programas de desenvolvimento, dentre outras ações⁵⁵;
- ❑ o não-profissionalismo: dependendo da evolução da cultura organizacional formal e informal da empresa, poderá ocorrer uma volta ao não-profissionalismo; vale dizer que o profissionalismo, aqui, deve ser concebido como forma madura de desempenho de gestão, que utiliza conceitos e técnicas de administração, que dá ensejo à expressão de atitudes e comportamentos positivos em relação ao planejamento de curto, médio e longo prazos. Há momentos em que as lideranças-chave voltam-se aos funcionários antigos e de confiança, que tendem à obediência cega; e comportamentos tipicamente profissionais, em que se busca a motivação e o desenvolvimento dos recursos humanos, são considerados como fatores negativos⁵⁶;
- ❑ hibernação do planejamento organizacional: em momentos de crise, organizações menos maduras gerencialmente, tendem a suprimir o planejamento de sucessões, rodízios e programas mais abrangentes de Planejamento e Desenvolvimento de Pessoal⁵⁷;
- ❑ cortes de pessoal: esta reação é, sem dúvida, a mais temida entre as pessoas que trabalham em empresas que entram em processo de fusão, aquisição ou incorporação. TOLEDO alerta que, muitas vezes, não há qualquer planejamento qualitativo ou quantitativo ao se efetuar o corte de pessoas, acreditando-se que, quando a situação melhorar, haverá uma reposição, sem maiores problemas. Há que se evitar, nessas situações, atitudes imediatistas e drásticas, para se evitar que tais precedentes possam transformar-se em padrões culturais de comportamento a serem repetidas em futuras ações radicais⁵⁸.

Dentre os aspectos positivos a serem destacados em momentos como esse, vale citar⁵⁹

⁵⁴ TOLEDO, Flávio de. **Recursos humanos**. Crises e mudanças, *cit.*, p. 26.

⁵⁵ *Ibid.*, p. 26.

⁵⁶ TOLEDO, Flávio de. **Recursos humanos**. Crises e mudanças, *cit.*, p. 29.

⁵⁷ *Ibid.*, p. 29-30.

⁵⁸ *Ibid.*, *cit.*, p. 30.

⁵⁹ *Ibid.*, p.30-31

- ❑ oportunidade de surgir lideranças maduras que possam unir equipes numa integração ainda maior, alcançando maior sinergia, eficácia e criatividade;
- ❑ trata-se de um momento de se testar a resistência e amadurecimento dos indivíduos e grupos, podendo, inclusive, destacar desempenhos profissionais diferenciados que, em situação normal, não seriam suficientemente observados;
- ❑ é o momento em que o indivíduo deve fazer uso do seu estoque de capacidade de automotivação para fazer frente à situação.

5. FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL E NO MUNDO

5.1. O BRASIL COMO MERCADO POTENCIAL

Nunca é demais lembrar que até a década de 90 o Brasil praticamente não existia para o Mundo em termos de comércio internacional bilateral. As transações eram parcas e não raro limitadas a algumas companhias multinacionais instaladas em território nacional. Obviamente, também compunha a matriz de exportação daquela época alguns produtos de origem animal e vegetal, que infelizmente deixavam o país na forma mais primária possível, ou seja, sem nenhum valor agregado.

A década de 1990, no entanto, foi marcada pela reviravolta no cenário econômico do Brasil perante o resto do Mundo. O mercado restritivo brasileiro, protegido pela couraça governamental que não se cansava de empunhar e disparar suas munições tarifárias e proibições à entrada de produtos importados, abriu suas portas à competitividade internacional. Gradualmente os governos foram eliminando restrições, reduzindo impostos e permitindo o ingresso do Brasil no mundo dos negócios globais.

Esse marcante episódio para a história e desenvolvimento do país, que já chegou tarde mas não sem tempo, se não foi o melhor remédio para garantir a recuperação da economia, assolada por anos de estagnação, foi bastante para propiciar, principalmente aos sequeiros empresários brasileiros, o acesso a novos produtos, bens de capital de última geração, enfim, tecnologias avançadas que permitiriam o equilíbrio competitivo com os estrangeiros.

Na esteira do processo de abertura de mercado, começaram emergir as fusões e aquisições no Brasil. Segundo Sérgio Guarita⁶⁰, de forma bastante tímida no início da década. Argumentou que: a grande dificuldade que impedia uma maior agressividade nas transações entre empresas era a incerteza quanto ao futuro do país, motivada principalmente pelo descontrole absoluto da inflação brasileira, que impedia qualquer planejamento estratégico de médio e longo prazos tanto de empresas nacionais quanto estrangeiras.

O mesmo autor argumenta que a partir de 1994, quando da implementação do Plano Real, o mercado de fusões e aquisições começou a deslanchar. Incrementa a afirmação comentando que: em 1990 foram fechados 186 negócios no Brasil; em 1998, 480; e em 1999, 493. Entre 1990 e 1994, 32% dos negócios efetivados envolveram capital estrangeiro contra 52% no período de 1995 a 1999, segundo o jornal *Gazeta Mercantil* de 30.01.02.

Resultado de estudo realizado pela KPMG Brasil⁶¹ sobre fusões e aquisições apontam que durante a década de 90 o ingresso de capital externo no Brasil aumentou 44% e que 61% das operações realizadas no período envolveram recursos

⁶⁰ Artigo. Disponível em www.fae.edu/.../revista_fae_business/n3_setembro_2002/ambiente_economico4_fusoes_e_aquisicoes_no_brasil.pdf

estrangeiros. O levantamento concluiu ainda que de 94 a 97 os negócios tiveram maior concentração nos segmentos financeiro (107 transações), eletroeletrônico (53) e autopeças (52), enquanto de 98 a 2000 se destacaram os setores mais avançados como telecomunicações (104 transações) e tecnologia da informação (103).

Para melhor ilustrar a avalanche de transações sucedidas no Brasil, insta apresentar dados publicados pela Revista Exame⁶², com a lista das vinte maiores operações de fusões e aquisições, desde 1995:

Empresa	Setor	Comprador	Valor em US\$- milhões
Kolynos	Higiene	Colgate	1.040
BFB	Financeira	Banco Itaú	504
CST	Siderurgia	Acesita	412
Tintas Coral	Tintas	ICI	390
Clevite do Brasil	Veículos	Tenneco	300
Iochpe-Maxion	Máq. Agrícolas	AGCO	260
Aracruz*	Celulose	Mondi Brazil	250
Lacta	Alimentos	Philip Morris	240
CGCL	Laticínios	Avipal	180
Arno	Eletrodomésticos	SEB	162
Unimar	Supermercados	Garantia	157
Tigre*	Plásticos	Previ	120
Paulista Seguros	Seguros	Liberty Mutual	105
Salgema	Químico-Petroquímico	Odebrecht	103
Celite	Mat. Construção	Incepa	100
Plascar	Autopeças	BTR	90
Pão Pulmann	Alimentos	Bunge	85
Arisco*	Alimentos	Goldman Sachs	70
Metal Leve	Autopeças	Mahle Cofap	65
Cofap*	Autopeças	Bradesco	60

⁶¹ Artigo. Disponível em : www.kpmg.com.br/serviço. Por Suzete de Almeida.

⁶² Revista Exame, edição n. 633, p. 25, *apud* FILTER JR. Hildomar Arnaldo (Et al.). Fusões e Aquisições. Curitiba: UFPR, 1999, p. 7-8.

Há que se registrar que no começo deste século, os negócios no Brasil perderam o ritmo frenético do final da última década. Entre as várias razões apontadas importa citar a suspensão do programa de privatizações que proporcionou inúmeras oportunidades de aquisições; algumas crises financeiras que assolaram países e grandes empresas em torno do mundo, o que afetou fortemente economias emergentes e ainda frágeis como a brasileira; bem como o conturbado cenário político enfrentado pelo Brasil às vésperas das eleições presidenciais de 2002, apontado por muitos como o maior causador da insegurança de investidores nacionais e estrangeiros.

Outras informações, de acordo com pesquisas da KPMG⁶³, é de que em 2003, as fusões e aquisições de empresas no Brasil envolveram basicamente capital nacional, sendo que dos 166 movimentos contabilizados até o 3º trimestre daquele ano, 116 foram feitos por companhias brasileiras, e os demais foram realizados por empresas locais ou já instaladas no país adquirindo empresas no exterior. A redução de negociações indicam a queda da confiança dos investidores estrangeiros. Dentre outras fusões entre empresas no país, cabe destacar:

Petrobrás adquiriu 58,62% das ações da petroleira argentina Perez Companc, controladora de 98,21% da Pecom Energia. O valor do negócio foi de US\$ 1,125 bilhão. A compra está dentro da estratégia internacional da Petrobrás para se tornar uma empresa integrada de energia líder na América do Sul;

O valor simbólico de R\$ 1 foi o preço pago pela Telemar Norte Leste para a Telemar, pela compra da Oi. Com isso, a companhia de telefonia fixa absorve todos os passivos e ativos, inclusive, a dívida de R\$ 4,7 bilhões da Oi. O objetivo foi reduzir o peso do endividamento da operadora de telefonia móvel sobre sua controladora;

A Klabin transferiu todas as ações detidas pela empresa na Riocell para a Aracruz Celulose. O valor da transação, em reais, equivaleu a cerca de US\$ 600 milhões. O negócio valorizou em 23,81% as ações da Klabin, em maio, o que significou a maior valorização, no mês, entre os papéis do Ibovespa;

A operadora de telefonia fixa Vésper, que atua em 17 Estados brasileiros, foi adquirida pela Embratel. Na época da assinatura da carta de intenções para a compra, em 11 de agosto, divulgou-se que o objetivo da Embratel era adquirir a operadora sem gastar um centavo, apesar de a Vésper ter dívida em torno de US\$ 250 milhões⁶⁴.

No campo das aquisições, cite-se:

o Unibanco, terceiro maior banco privado do Brasil, comprou a Creditec por R\$ 47 milhões. A Creditec é uma empresa com atuação no segmento de crédito pessoal e financiamento para as classes B, C e D;

a Ambev adquiriu duas fábricas de bebidas no Peru, com as quais produzirá refrigerantes da marca Pepsi. O acordo, de valor não divulgado, permitirá à companhia melhorar a distribuição de cerveja no mercado peruano;

o Banco Central aprovou a compra do Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Brasil (BBV Brasil) pelo Bradesco. O valor da transação foi de R\$ 2,479 bilhões, sendo R\$ 1,849 bilhão em dinheiro e R\$ 630 milhões em ações. As instituições selaram um acordo para a saída física do banco espanhol do país, em troca de uma participação minoritária no banco brasileiro;

o Bradesco comprou também o Banco Zogbi, negócio que acrescentou ao maior banco privado do país mais de R\$ 800 milhões em ativos. A aquisição custou R\$ 650 milhões e, segundo o próprio

⁶³ Investshop.com. Balanço Anual - Principais Movimentos. Fusões e Aquisições, por Eduardo Shor. 19 Dez.2003. Disponível em: <<http://www.investshop.com.br/artigo.asp?artigo=6727&area=MER>> Acesso em: 01 Ago.2004.

⁶⁴ Ibidem.

Bradesco, foi um passo estratégico num setor com grande potencial de crescimento, que é o de crédito ao consumidor;

o Banco Itaú adquiriu o Banco AGF, da AGF Vida e Previdência e também a carteira de vida em grupo da AGF Seguros. O negócio totalizou R\$ 243 milhões⁶⁵.

Superados os motivos que arrefeceram os ânimos de outrora, principalmente no tangente à desconfiança em torno do novo governante, o cenário parece estar modificando. Levantamento feito pela KPMG⁶⁶ demonstra que as transações no segundo trimestre de 2004 totalizaram 65, contra 58 no primeiro trimestre e 50 no segundo trimestre de 2003. Acrescenta que do total de negociações do 2º trimestre, 21 foram realizadas entre empresas nacionais, enquanto 44 envolveram companhias de capital estrangeiro. Cite-se alguns destaques:

- ❑ Unibanco comprou 100% da Hiper Card Administradora de Cartão de Crédito Ltda, que pertencia ao grupo Royal Ahold, por US\$ 200 milhões;
- ❑ Unibanco comprou 100% da HiperCard Administradora de Cartão de Crédito Ltda., que pertencia ao grupo Royal Ahold, por US\$200 milhões;
- ❑ Unibanco adquiriu a totalidade das ações do BNL do Brasil, que eram detidas pela Banca Nazionale del Lavoro S.p.A. (BNL), por R\$120 milhões. A transação está sujeita à aprovação das autoridades competentes;
- ❑ Companhia de Bebidas das Américas – AMBEV adquiriu 51% das ações da Embotelladora Dominicana CXA (Embodom), engarrafadora exclusiva da PEPSICO na República Dominicana, por US\$60 milhões;
- ❑ AMBEV com 44% e a Belga INTERBREW com 56%, fundiram suas operações criando a INTERBREWAMBEV. A transação envolveu a troca de ações e ativos;
- ❑ CSN adquiriu os 49% que a ThyssenKrupp Stahl AG (TKS) detinha na Galvasud, por R\$89,3 milhões passando a controlar 100% da empresa;

Investshop.com. Balanço Anual - Principais Movimentos. Fusões e Aquisições, por Eduardo Shor. 19 Dez.2003. Disponível em: <<http://www.investshop.com.br/artigo.asp?artigo=6727&area=MER>> Acesso em: 01 Ago.2004.
 Artigo. Disponível em : www.kpmg.com.br/servico. Por Márcio Lutterbach. Divulgações trimestrais.

- ❑ Bradesco adquiriu em leilão de privatização, 89,95% do capital do Banco do Estado do Maranhão – BEM, por R\$78 milhões, com ágio de 1,07%;
- ❑ Bradesco adquiriu o Banco Zogbi e controladas (Promosec Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros, Promovel Empreendimentos e Serviços Ltda, Zogbi Leasing S.A. Arrendamento Mercantil e Zogbi (DTVM) Ltda;
- ❑ Bradesplan adquiriu participação na Elétron através da aquisição de 98% do capital social da Belapart S.A. e da Valetron S.A. por US\$130,2 milhões. Estas empresas detinham em conjunto 100% do capital da Opportunity Anifi Participações, que possui participação na Elétron;
- ❑ Magazine Luiza adquiriu a Lojas Arno, localizada em Caxias do Sul, que pertencia ao Grupo SEB;
- ❑ Brasil Telecom, controlada pelo Opportunity, anunciou a compra de 63% do capital total do provedor de acesso à Internet IG, por US\$100,7 milhões, passando a deter 72,45% das ações;
- ❑ Wal-Mart Store Inc. adquiriu do grupo Royal Ahold 100% do Bompreço S.A. Supermercados do Nordeste por US\$300 milhões;
- ❑ Telefonos de México S.A. – Telmex adquiriu o controle dos ativos da AT&T Latin America Corp. no Brasil, Argentina, Peru, Colômbia e Chile por US\$206 milhões;
- ❑ Grupo Abril Já detinha 50% das editoras Ática e Scipione: adquiriu os 50% restantes que estavam em poder da Vivendi Universal Publishing, passando a controlar 100%;
- ❑ Arcor (51%) e a Danone (49%) anunciaram a fusão de suas operações na área de biscoito na Argentina, Brasil e Chile criando a maior empresa do ramo na região meridional da América do Sul. A gestão da nova empresa ficará a cargo da Arcor, que assumirá duas fábricas da Danone no Brasil, sendo uma em Contagem (Aymoré/Triunfo).

Recente matéria divulgada pelo jornal Valor⁶⁷ denota que no primeiro semestre de 2004 as operações realizadas no Brasil alcançaram a marca de US\$ 16,3 bilhões, ficando bem acima dos US\$ 7,4 bilhões do mesmo período de 2003, com destaque para a operação de fusão da AMBEV com a belga INTERBREW, de US\$ 11,7 bilhões. A maior parte dessas transações foi assessorada pelos grandes *players* desse segmento de mercado, ou seja: o banco americano de investimento

Goldman Sachs; o banco francês *Lazard*; os americanos *Citigroup*; e mais o *JP Morgan*.

Especialistas dedicados ao assunto são quase unânimes quando se trata de prever a tendência do mercado de fusões e aquisições no Brasil, com envolvimento, tanto de empresas nacionais quanto estrangeiras. Não se intimidam em afirmar que o volume de negócios deve continuar crescente nos próximos dois ou três anos. Acreditam que o setor financeiro deve movimentar-se no sentido de adquirir empresas de financiamento ao consumidor e de seguros. Que também há boas perspectivas no setor industrial, especialmente no segmento de siderurgia, papel e celulose, mineração e alimentos, sem contar os segmentos de energia e mídia, que também já começam insinuar movimentos de fusões e aquisições.

Ressalte-se que o número de operações na verdade é significativamente maior, haja vista que somente são divulgadas e/ou acompanhadas pelos especialistas as transações que envolvem companhias de grande porte, com vultosos movimentos de recursos. Certamente no segmento de pequenas e médias empresas ocorrem inúmeras operações, mas que pelo volume financeiro abrangido, quando tomado individualmente, não despertam o interesse da mídia especializada. Entretanto, mesmo sem parâmetro conhecido, não seria arriscado afirmar que somadas as pequenas e médias empresas produzem transações e movimentam recursos em volume não inferior ao segmento de grandes companhias.

Em que pese haver grande número de fusões e incorporações, as empresas têm preferido adotar o modelo de aquisição em seus projetos de reorganização. Como se depura das operações realizadas no Brasil nos últimos meses, declinadas

⁶⁷ Valor Finanças. Artigo: Fusões e Aquisições, 20.07.2004 - C1, por Sérgio Lamucci.

em parágrafos anteriores, a maioria das operações é de aquisições. Em alguns casos inclusive aquisições parciais. Certamente o fato de adquirir a empresa alvo e assumir integralmente o controle, além de outros aspectos, permite ao adquirente melhor gerir os recursos existentes, maximizando os fatores de sucesso e neutralizando fragmentos que possam dificultar a execução eficaz e atempada do projeto.

5.2. MEGAFUSÕES MUNDIAIS E SUAS CAUSAS

Pode-se dizer que o mercado mundial experimenta um novo formato de concentração. O das megafusões. Não se tem ao certo a partir de que patamar de valor se encaixam essas operações. Mas há quem classifica como megafusões casos em que as partes têm ativos acima de US\$ 1 bilhão. Não que essas operações não ocorressem no passado. A curiosidade é que nos últimos anos se verifica uma quantidade de grandes combinações incomparáveis com qualquer outro período.

Somente para ficar em alguns exemplos, mas a título de ilustração, citam-se os casos em que: O Travelers Group/Citicorp; Conesco/Green Tree Financial; Bank Of One/First Chicago NBD; NationBank/Bank Of América; AOL/Time Warner, Daimler/Chrysler, Exxon/Mobil, AMBEV/Interbrew. Desnecessário frisar que estas operações envolveram bilhões e bilhões de dólares.

Segundo artigo publicado no *síte* da corretora solidus.⁶⁸: "o mercado acionário passou por uma extraordinária fase de alta, em que muitos negócios eram realizados com pouca racionalidade. Por um certo "modismo", as grandes aquisições, principalmente as do setor de alta tecnologia, eram comemoradas sem realmente se

⁶⁸ Artigo Fusões e Aquisições, um bom negócio. Disponível em www.solidus.com.br/semanal.asp

conhecer o verdadeiro valor das empresas adquiridas (geralmente com grandes ágios)".

No mesmo artigo tenta-se avaliar, de maneira generalizada, o resultado das operações de compra, concluindo que:

Geralmente o que pode ser percebido é que o valor pago foi demasiadamente alto. Estudos apontam que 61% das companhias que adquiriram outras, destruíram o capital de seus próprios acionistas. Em contrapartida, os possuidores de ações das corporações adquiridas tinham bons motivos para comemorar: em média, o ágio das transações analisadas foi de 47%. Logo, é necessário fazer esta indagação: quais os motivos que levaram os diretores de grandes corporações a tais aquisições?

Um dos motivos com certeza foi a euforia que os negócios, na medida em que iam se realizando, provocava nos espectadores. Todos se julgavam robustos e capazes de surfar na mesma onda com equilíbrio e desenvoltura. Válida a observação, mas o fato é que no mais das vezes, as decisões de fusões e aquisições estão assentadas em planejamentos bem elaborados, conduzidos por profissionais especializados. Infelizmente erros de avaliação de cenários sempre estão na rota.

CANUTO⁶⁹ tenta explicar as causas das megafusões que ocorrem entre bancos, deixando clarividente a seriedade com que são tratados esses assuntos. Segundo o autor, em que pese o caráter recente da aceleração das supermegafusões, já se pode localizar 5 de suas causas; que são:

- ✦ As mudanças tecnológicas têm aumentado substancialmente as economias de escala presentes no fornecimento de serviços financeiros. As novas ferramentas de engenharia financeira (contratos de derivativos, modelos de gestão de riscos, garantias

⁶⁹ CANUTO, Otaviano. Conjuntura Econômica, Economia Monetária e Financeira, e Economia Internacional. Publicado pelo jornal O Estado de São Paulo em 21/03/2000. In: **IE – Instituto de Economia**. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/artigos/artigo107.htm>> Acesso em: 28 Jun.2004.

fora-do-balanço etc.), são mais bem manejadas pelas grandes instituições. Prova disso, em termos de ganhos de escala, cite-se a tradicional atividade bancária que através de filiais e agências é superada de longe no caso dos caixas automáticos, do *on line banking* e das centrais de atendimento telefônico.

- ✧ A emergência de capacidades instaladas em excesso, mesmo quando isto não se desdobra em crises abertas nas instituições. A resolução dos problemas (operação abaixo das escalas eficientes, linhas de produto insuficientemente diversificadas ou mesmo ineficiência operacional) via fusões ou aquisições é mais conveniente do que através das falências, já que se preserva o valor das franquias incorporadas.
- ✧ Melhora substantiva nas condições financeiras de alguns grandes bancos. No caso dos Estados Unidos, por exemplo, a rentabilidade bateu recordes em meados dos anos 90. A partir daí, as baixas taxas de juros norte-americanas e os elevados preços de ações de instituições financeiras facilitaram inclusive o financiamento de atividades de fusão e aquisição, mesmo quando também estavam elevadas as cotações das instituições alvo da caça para casamento. A rigor, os negócios vêm se dando mais sob a forma de comunhão de papéis do que pela aquisição com dinheiro à vista.
- ✧ A globalização financeira também se inclui entre as causas, tendo em vista o crescente traslado internacional de títulos, bens e serviços vem ampliando a demanda por operações cambiais, depósitos e empréstimos internacionais e outros serviços financeiros através das fronteiras. Daí porque as fusões e aquisições configuram um instrumento para a consolidação de mercados e a globalização dos fornecedores de serviços financeiros.
- ✧ A desregulamentação financeira que indica que uma consolidação internacional ainda está distante de ser concluída. Tal desregulamentação não apenas teve uma difusão internacional apenas gradual, desde os anos 80, como ainda está longe de terminar e de esgotar suas conseqüências, mesmo nos âmbitos regionais. Por exemplo, as restrições formais à consolidação entre bancos e não-bancos nos EUA, em vigor desde os anos 30, só completaram sua queda no ano passado. Na União Européia, a despeito da permitida operação livre através das fronteiras desde 1993, a consolidação transnacional vem ocorrendo em ritmo menor que o esperado no caso dos bancos. Enquanto avança de modo célere a consolidação financeira não-bancária européia, persistem diferenças significativas em termos de padrões culturais e institucionais, métodos de compensação e outros aspectos da atividade bancária.

6. DESEMPENHO DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES NO BRASIL NA DÉCADA DE 90

Os fatos e a literatura existente em torno do tema não deixam dúvida de que o Brasil experimentou um período de grande expansão dos negócios no terreno de fusões e aquisições de empresas, principalmente na década de 90. Diferente do que normalmente ocorre nos países desenvolvidos, politicamente democráticos, onde esse tipo de transação corresponde a um movimento tradicional da economia, o Brasil passou a ser foco dessa modalidade de negócio em função de um contexto bastante particular, qual seja o estabelecimento de um novo regime de regulações e incentivos, marcado pela prioridade à estabilidade macroeconômica e pela liberalização da economia.

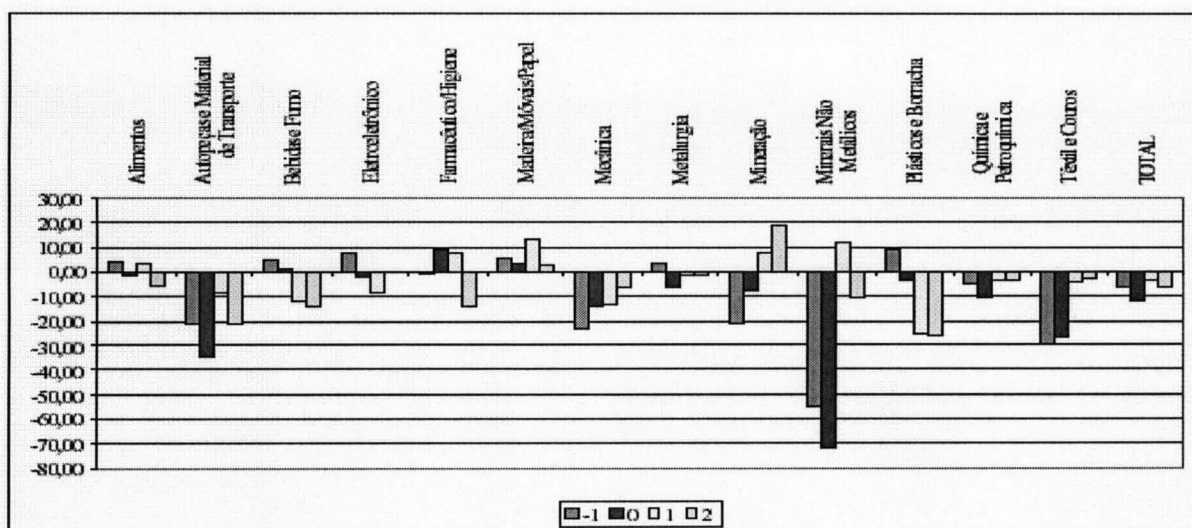
Concluiu-se durante a elaboração deste estudo, que foram inúmeros os motivos que impulsionaram e continuam a estimular os empresários a desenvolverem e executarem estratégias de fusões, aquisições ou incorporações de empresas. Aprendeu-se, por outro lado, que na grande maioria dos casos as razões sustentadas para efetivação de um dado negócio caminham para uma única direção, convergem em um mesmo ponto, e o alvo da perseguição é nada menos que a maximização da riqueza dos acionistas. É esse, não outro, o mais precioso interesse dos que desafiam as agruras que cercam esses empreendimentos. Contudo, encerrada a fase de transição, integrado os objetivos, decorrido os primeiros exercícios, caberia a pergunta: a empresa resultante está gerando riqueza em volume maior que a soma das companhias independentes, ou ao contrário, está destruindo capital?

Infelizmente, em que pese as variadas e inúmeras formas de pesquisa encetadas, chegou-se à conclusão que pouco se teorizou sobre o tema até então. São bastante limitadas as informações acerca dos efeitos dos processos de fusões e

aquisições nas empresas adquiridas no Brasil nos últimos anos. Todavia, de sorte a ilustrar o trabalho cabe dedicar um espaço ao estudo preliminar realizado por Frederico Rocha, Mariana Looty e João Carlos Ferraz⁷⁰, tendo como base as empresas adquiridas no Brasil entre 1990 e 1997, onde deduziram que: "não há evidência de aumento da rentabilidade das empresas até dois anos após sua aquisição".

Afirmam os autores que a rentabilidade das empresas adquiridas no período de dois anos posterior à transação, mantém-se, em média, inferior àquela das empresas que não foram alvo de fusões e aquisições. Que as diferenças de média não são, todavia, estatisticamente significativas; que os dados não parecem permitir que haja melhoria consistente do desempenho no período analisado após a aquisição, em relação à rentabilidade pré-aquisição. Apresentam o seguinte gráfico para melhor explicar a afirmação:

Gráfico – Evolução da Rentabilidade das Empresas por Setor



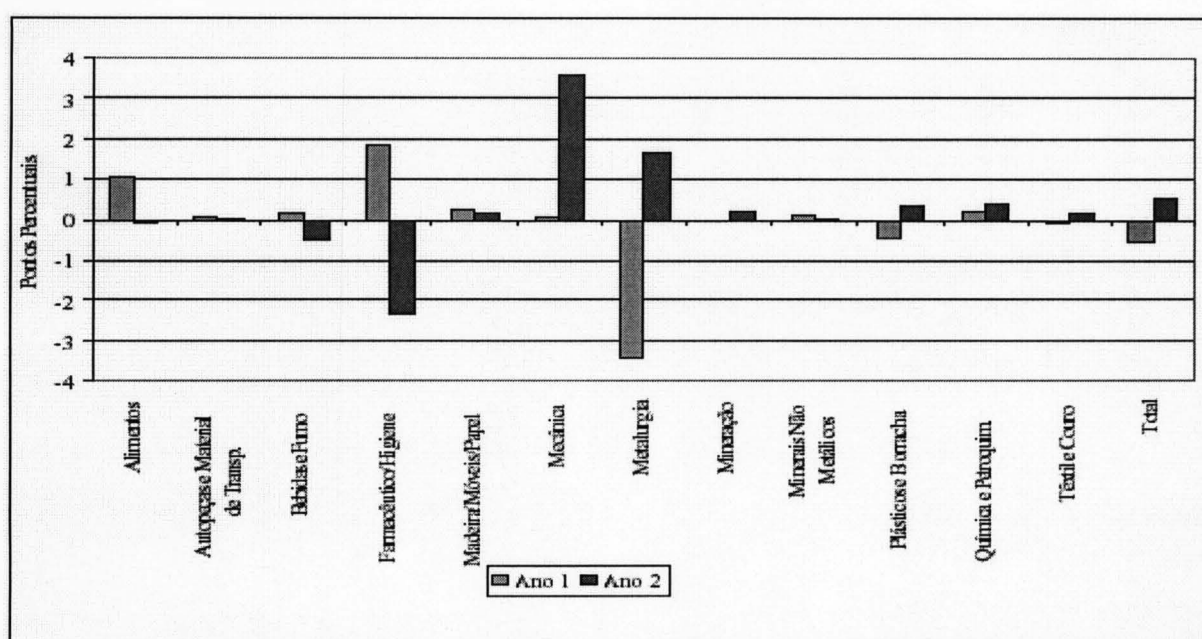
Fonte: Artigo elaborado por Frederico Rocha, Mariana Looty e João Carlos Ferraz, disponível em www.desenvolvimento.gov.br/arquivo/sti/publicacoes

Artigo: desempenho das fusões e aquisições e rentabilidade na indústria brasileira na década de 90. A ótica das empresas adquiridas, por Frederico Rocha, Mariana Looty e João Carlos Ferraz⁷⁰, disponível em: www.desenvolvimento.gov.br/arquivo/sti/publicacoes.

À exceção de Mineração, Mecânica e Têxtil e Couro, todas as outras tiveram resultados inferiores nos anos seguintes às transações (anos 1 e 2), se comparados aos exercícios anteriores (anos 0 e -1). Percebe-se que somente o setor de Mineração obteve rentabilidade positiva em relação à média do setor. As reduzidas amostras destes setores não permitem, no entanto, que estes resultados sejam generalizados. Neste caso, deve-se acrescentar que a totalidade das empresas pertencentes a Mineração é formada por antigas empresas estatais.

Continuando seu trabalho, os autores igualmente desenvolveram o gráfico abaixo cujo conteúdo revela que o desempenho produtivo das empresas, medido pela sua participação relativa em seus mercados de atuação, também não se altera significativamente no tempo. De fato, apenas nos casos de Papel & Madeira e Química & Petroquímica, a participação das empresas cresceu nos dois anos analisados. O pobre desempenho das empresas é constatado não só por seus resultados financeiros mas também pela participação relativa no mercados onde atua.

Gráfico X – Variação Média da Parcela da Receita Operacional Líquida do Setor



Fonte: Artigo elaborado por Frederico Rocha, Mariana Looty e João Carlos Ferraz, disponível em www.desenvolvimento.gov.br/arquivo/sti/publicacoes

Explicar o fraco desempenho das empresas após o processo de fusão e aquisição está longe ser simples. Contudo, Frederico Rocha, Mariana Lootty e João Carlos Ferraz⁷¹ sugerem quatro possibilidades:

1. A primeira está relacionada com os dados utilizados. No caso específico deste trabalho, deve-se ter consciência de um problema adicional. Os dados refletem o desempenho financeiro por apenas dois anos após a transação. Neste espaço de tempo, os efeitos da transformação produtiva podem ainda não ter sido sentidos. Este processo pode estar em curso, o que impactaria negativamente os resultados financeiros da empresa;
2. Segundo, a não alteração do desempenho destas empresas ao longo do tempo poderia ser consequência da manipulação dos resultados por parte da nova direção, transferindo para a empresa adquirida parte das dívidas assumidas na sua aquisição. Este comportamento seria estimulado pela presença de acionistas minoritários na empresa recém adquirida. A empresa adquirente estaria, neste caso, protegendo seus acionistas em detrimento dos acionistas que permaneceram na recém comprada unidade.
3. Terceiro, a reestruturação produtiva pode envolver racionalização da produção, principalmente no caso de segmentos oligopolizados com demanda estagnada. A consequência seria a perda de parcela de mercado por parte da empresa adquirida; e
4. Quarto, as empresas estrangeiras podem estar apenas se posicionando no mercado interno, aguardando momento de sua expansão mais acelerada. A compra de empresas em média mais rentáveis sugerem confirmação desta hipótese para alguns segmentos.

Cabe, entretanto, destacar as empresas que pertenciam ao estado e foram transferidas para a iniciativa privada. Frederico Rocha e outros⁷² desenvolveu o gráfico abaixo e explica que:

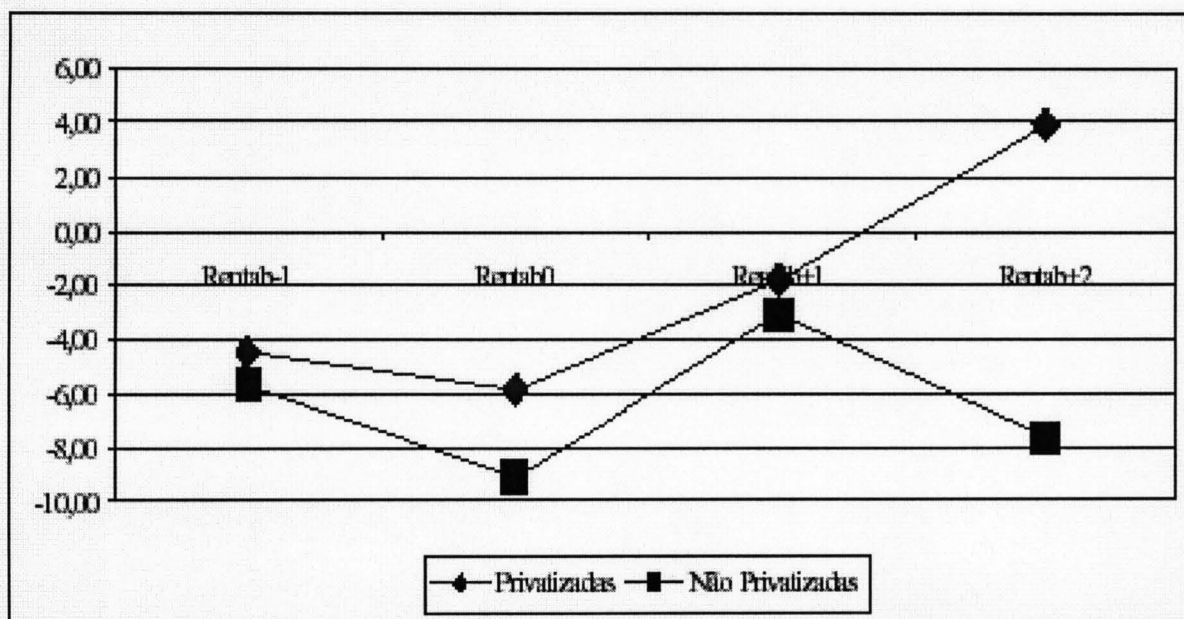
Conforme retrata o gráfico abaixo, as empresas privadas e estatais tinham inicialmente rentabilidades parecidas, com diferenças estatisticamente não significativas. No ano da transferência de

⁷¹ Artigo: desempenho das fusões e aquisições e rentabilidade na indústria brasileira na década de 90. A ótica das empresas adquiridas, por Frederico Rocha, Mariana Lootty e João Carlos Ferraz, disponível em: www.desenvolvimento.gov.br/arquivo/sti/publicacoes.

⁷² Artigo: desempenho das fusões e aquisições e rentabilidade na indústria brasileira na década de 90. A ótica das empresas adquiridas, por Frederico Rocha, Mariana Lootty e João Carlos Ferraz, disponível em: www.desenvolvimento.gov.br/arquivo/sti/publicacoes.

propriedade, há uma redução da rentabilidade de ambos tipos de empresa. Após a aquisição, as empresas que sofreram privatizações têm melhoria de desempenho nos dois anos analisados, enquanto as empresas que trocaram de propriedade dentro do setor privado incrementaram inicialmente seu desempenho financeiro para posteriormente piorar. A diferença de desempenho dos dois tipos de empresa no ano +2 é estatisticamente significativa. Da mesma maneira, a diferença de desempenho das empresas privatizadas no ano +2 em relação ao ano -1 é também estatisticamente significativa. Logo, não só as empresas privatizadas melhoram seu desempenho financeiro em relação ao período em que eram estatais, como também têm resultado superior às demais empresas. A mudança de propriedade parece ter surtido efeito nas empresas que foram privatizadas, ou seja, a alteração da função objetivo das empresas melhorou seu desempenho. A nova estrutura proprietária não parece, contudo, explicar o diferencial em relação à média da indústria e às demais empresas que sofreram aquisição, ou seja, por que o fato de ter sido estatal influencia particularmente o desempenho da empresa?

Gráfico 4 – Rentabilidade das Empresas Adquiridas em Relação aos Seus Setores de Acordo com o Tipo de Capital de Origem da Empresa Adquirida



CONCLUSÃO

A internacionalização dos mercados é um acontecimento contemporâneo e sem fronteiras ao redor do mundo, exceto com relação a pouquíssimos países que teimam em se manter fechados ao comércio exterior. Impressiona o dinamismo e rapidez com que a economia global se desenvolve e supera dia após dia seus próprios limites. Aliás, não há limites.

O fenômeno da globalização dos mercados, pra ficar somente na esfera empresarial, não deixa dúvidas de que é irreversível. As empresas estão expandindo suas atividades para muito além das fronteiras nacionais, sob inúmeros pretextos e justificativas. Não que seja um processo de início recente, mas o que salta aos olhos é a quantidade de ocorrências e a diversidade dos setores envolvidos.

As empresas de grande musculatura, dominantes em seus países e mercados de origem, estão agora voltando suas atenções para outras economias, especialmente as emergentes. No afã de conquistar o mais rapidamente cada partícula de mercado, não hesitam em plantar unidades fabris ou combinar esforços com outras companhias onde quer que se vislumbre oportunidade latente.

E nesse estica encolhe do mundo empresarial, as fusões, aquisições e incorporações tornaram-se a mania do momento. Como retratado no curso deste estudo, a década de 90 foi marcada por um grande número de transações, especialmente no Brasil. Companhias de diversos setores econômicos optaram por uma dessas modalidades de expansão. Do outro lado do mundo já se fala em megafusões, quão vultosos são os valores envolvidos.

Por certo, a abertura comercial experimentada nos últimos anos, não somente no Brasil, mas num leque de outros países, possibilitou a aproximação de empresas e, por conseguinte a troca de experiências, tecnologias e mercados. Portanto, não muito perigoso enfatizar que um dos assuntos mais discutidos atualmente no meio empresarial e acadêmico seja o fenômeno da globalização e, no seu rastro, as transações envolvendo empresas nacionais e estrangeiras.

A busca por oportunidades em novos mercados se deve principalmente ao fato de que em mercados já maduros as possibilidades de ganhos elevados e crescimento acelerado já não são tão constantes. Em contrapartida países como o Brasil oferecem uma gama enorme de alternativas ainda não exploradas e mercados com bons potenciais, fruto de uma demanda reprimida de anos seguidos de choques econômicos e estagnação. Com o fito de precipitar a conquista desses espaços, as empresas encontram na associação ou na compra do controle puro e simples de outras empresas, a melhor forma de queimar etapas.

Obviamente, a opção por um dos modelos de transação esquadrihados neste breve estudo, como ficou demonstrado, não é garantia de sucesso futuro. Tratam-se de movimentos meticulosos, entremeados de armadilhas prontas para solapar os incautos.

Mister que os profissionais nomeados pelos empresários estejam bem preparados. Conheçam a fundo as sutilezas ocultas nos mais singelos detalhes. Respondam com segurança e rapidez aos questionamentos dos transigentes e pavimentem o caminho para que os negócios sejam bem sucedidos.

Não há retrocesso na seara de fusões e aquisições. As concentrações de esforços em busca de objetivos comuns tendem a continuar por longos anos

vindouros. As empresas, de modo geral, devem estar preparadas para comprar ou serem compradas. Portanto, possibilidades de fusões e aquisições devem ser matérias obrigatórias em seus planejamentos estratégicos.

Insta dizer que o mercado é um todo onde boa parte dos recursos são escassos e limitados. Onde a demanda depende de diversos fatores externos, sobre os quais as empresas não tem domínio. Onde, no mais das vezes, os imprevistos imperam sobre o planejamento. Logo, os amadores não tem espaço neste universo, pois um passo em falso pode comprometer o êxito dos negócios. Pode significar a bancarrota da empresa.

Evidente que essa monografia nunca teve a pretensão de esgotar o tema. Muito pelo contrário, o propósito, desde o princípio, ainda que não tenha ficado de todo cristalino, foi o de instigar o interesse por fusões e aquisições. Infelizmente não se encontrou farta teoria que pudesse melhor enriquecer o trabalho, especialmente de autores brasileiros. Entretanto, espera-se que diante da literatura que se pode explorar, bem como de algumas inserções de cunho pessoal feitas ao longo da explanação, que o conteúdo seja de alguma forma útil aos leitores.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALMEIDA, Suzete de, artigo: Brasil entra na rota dos investimentos estrangeiros. Disponível em: www.kpmg.com.br/serviço.

ALMEIDA, Amador Paes de. **Manual das sociedades comerciais**: direito de empresa. 13.ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

ASSEF, Roberto. **Guia prático de administração financeira**: pequenas e médias empresas. 2.ed. revista e atualizada. Rio de Janeiro: Campus, 2003, 153 p.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. NBR 10520: informação e documentação: trabalhos acadêmicos: apresentação. Rio de Janeiro, 2002.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. **NBR 6023: informação e documentação: elaboração**. Rio de Janeiro, 2002.

BARROS, Betânia Tanure de, organizadora, **Fusões, aquisições & parcerias**, São Paulo, Atlas, 2001.

BERNHOEFT Consultoria societária. **Esqueceram os sócios**. Disponível em: <http://www.bernhoeft.com/bernharqcom/artforbes/f21_esque.htm>. Acesso em: 08 Jun.2004.

BIBLER, Richard S., Guia da *Ernest & Young* para Adm. de Fusões e Aquisições, Record, 1992.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de junho de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.

CANUTO, Otaviano. Conjuntura Econômica, Economia Monetária e Financeira, e Economia Internacional. Publicado pelo jornal O Estado de São Paulo em 21/03/2000. In: **IE – Instituto de Economia**. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/artigos/artigo107.htm>> Acesso em: 28 Jun.2004.

CHIAVENATO, Idalberto. **Recursos humanos**. Edição compacta. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

CLÁPIS, Alexandre Laizo. Sociedades limitadas, o registro imobiliário e o novo Código Civil. **Jus Navigandi**, Teresina, a. 8, n. 317, 20 mai. 2004. Disponível em: <<http://www1.jus.com.br/doutrina/texto.asp?id=5251>>. Acesso em: 04 jun. 2004.

CRAWFORD, Dewey B. & outro, guia *Ernest Young* para Administração de Fusões e Aquisições, Rio de Janeiro, Record, 1992.

CURTY, Marlene Gonçalves; CRUZ, Anamaria da Costa; MENDES, Maria Tereza Reis. **Apresentação de trabalhos acadêmicos, dissertações e teses: (NBR 14724/2002)**. Maringá: Dental Press, 2002.

DE PLÁCIDO, e Silva, vocabulário jurídico vol. IV, forense, 11ª edição.

ELISEU, Martins, organizador. **Avaliação de Empresas**: da mensuração contábil à econômica/FIPECAFI, São Paulo, Atlas, 2001.

Frederico Rocha e outros, Artigo: desempenho das fusões e aquisições e rentabilidade na indústria brasileira na década de 90. A ótica das empresas adquiridas, por Frederico Rocha, Mariana Looty e João Carlos Ferraz, disponível em: www.desenvolvimento.gov.br/arquivo/sti/publicacoes

FILTER JR. Hildomar Arnaldo (Et al.). **Fusões e Aquisições**. Curitiba: UFPR, 1999.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7.ed. São Paulo: Harbra, 2002.

GROPELLI, A. A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**. Tradução: Célio Knipel Moreira. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 2002, 496 p.

LOPES, Christianne Calado Vieira de Melo. **Combinações de empresas pelo método de compra dos ativos**: análise comparativa entre as normas do IASB e as do Brasil, 2003. Disponível em: http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed_comemor/6_artigo_christianne_pg79_87.pdf> Acesso em: 19 Jun.2004.

MÁRCIO, Lutterbach & outro., artigo: Crescimento consistente de fusões e aquisições. Disponível em: www.kpmg.com.br/serviço.

MATIAS, Dieterich, artigo: Fusões e Aquisições, um bom negócio? Disponível em: www.solidus.com.br/

NASI, Antonio Carlos. **Incorporação, fusão, cisão, joint venture**. O que é, quando fazer, quando não fazer. Breve análise de cada situação. Disponível em: <http://www.nardonnasi.com.br/artigos/Cisao.doc>>. Acesso em: 08 Jun.2004

SARRAF, Michel, apostila: Avaliações, Fusões e Aquisições, curso MBA Finanças Corporativas, UFPR, 2003.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. Corporate finance. Trad. Antonio Zoratto Sanvincente. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2002.

Técnica **Assessoria** Disponível em:
<<http://www.tecnicaassessoria.com.br/empresarial.htm#financeira>> Acesso em: 28 Jun.2004.

TOLEDO, Flávio de. **Recursos humanos**. Crises e mudanças. São Paulo: Atlas, 1986.